

---

**UNIVERSITA' DI GENOVA  
SCUOLA DI SCIENZE SOCIALI  
DIPARTIMENTO DI ECONOMIA**



Tesi di laurea magistrale in  
**Amministrazione, Finanza e  
Controllo**

**Le società italiane  
quotate con sede  
all'estero: un'analisi  
del fenomeno**

Relatore: Prof. Alberto Quagli

Candidato: Alberto Esposito

**Anno accademico  
2024/2025**

## INDICE

<i>ABSTRACT</i> in italiano .....	4
<i>ABSTRACT</i> in inglese.....	5
<i>INTRODUZIONE</i> .....	6

### CAPITOLO I

#### LE SOCIETÀ QUOTATE TALIANE CON SEDE LEGALE ALL'ESTERO

1. Premessa.....	7
2. Quadro normativo: il trasferimento di sede sociale .....	9
3. Rilevanza del tema nel panorama economico italiano .....	15
4. Il cambiamento di sede legale: motivi fiscali, strategici e <i>forum shopping</i> .....	21

### CAPITOLO II

#### ANALISI DEL TRASFERIMENTO DI SEDE LEGALE IN TRE CASI EMBLEMATICI

1. Premessa.....	25
2. Brembo N.V. ....	26
3. Davide Campari – Milano N.V. ....	31
4. MediaforEurope N.V.....	34
5. Considerazioni finali .....	38

### CAPITOLO III

#### METODOLOGIA E ANALISI EMPIRICA

1. Premessa.....	39
2. Definizione e descrizione del campione.....	39
3. Analisi empirica delle motivazioni al trasferimento .....	45

**CAPITOLO IV**  
**DISCUSSIONE DEI RISULTATI E CONSEGUENZE**

1. Implicazioni ed effetti dello spostamento di sede legale sulla competitività dell'economia italiana.....	61
2. Prospettive future .....	64
 <i>CONCLUSIONI</i> .....	 69
 <i>BIBLIOGRAFIA</i> .....	 71

## ***ABSTRACT*** in italiano

Il presente elaborato analizza il fenomeno delle società quotate italiane che dagli anni 2000 hanno deciso di intraprendere l'operazione di trasferire la propria sede legale all'estero, in particolare, scegliendo come Paese di destinazione l'Olanda.

La decisione di spostare la propria sede sociale al di fuori dei confini italiani ha destato preoccupazione nell'opinione pubblica e non solo, per queste ragioni, il Legislatore ha di recente introdotto la legge numero 21 del 5 marzo 2024, meglio conosciuto come DDL Capitali, per cercare di rendere il più competitivo e attrattivo possibile il sistema economico finanziario italiano.

L'analisi ha in un primo momento gettato le basi e delineato il tipo di operazione in esame, per poi spostarsi sulla disamina di tre casi esemplificativi di passaggio di sede all'estero.

Successivamente, creato un campione di società che negli ultimi 25 anni hanno adottato questa opzione, si è svolto un approfondimento empirico sulle motivazioni sottostanti la decisione.

I risultati ottenuti hanno evidenziato come la motivazione della ricerca di benefici fiscali e la volontà di sfuggire al gettito fiscale dell'Erario, spesso imputata come movente dietro a questo tipo di scelta, non sia in realtà il reale motivo poiché nella maggioranza dei casi la sede fiscale non si sposta insieme a quella sociale e i ricavi delle società restano assoggettati al Fisco italiano.

È stato invece dimostrato che la decisione di trasferirsi in Olanda porta con sé spiegazioni di natura societaria e di *corporate governance*, poiché in Olanda è possibile adottare azioni a voto maggiorato senza alcun tipo di limite specifico al contrario di quanto accade in Italia, permettendo quindi agli azionisti di maggioranza di consolidare la propria posizione di controllo moltiplicando i diritti di voto posseduti.

## ***ABSTRACT*** in inglese

This paper analyses the phenomenon of Italian listed companies that, since the 2000s, have decided to transfer their registered office abroad, in particular to the Netherlands.

The decision to move their registered offices outside Italy has caused concern among the public and others, which is why the legislator recently introduced Law No. 21 of 5 March 2024, better known as the “DDL Capitali”, in an attempt to make the Italian economic and financial system as competitive and attractive as possible.

The analysis first laid the groundwork and outlined the type of operation under consideration, then moved on to examine three examples of companies that had moved their headquarters abroad.

Subsequently, a sample of companies that had adopted this option in the last 25 years was created, and an empirical study was carried out on the underlying motivations.

The results showed that the motivation to seek tax benefits and the desire to escape the tax authorities, often cited as the motive behind this type of choice, is not in fact the real reason, indeed in most cases the tax domicile does not move with the registered office and the companies’ revenues remain subject to Italian taxation.

Instead, it has been demonstrated that the decision to relocate to the Netherlands is based on corporate and corporate governance considerations, because in the Netherlands it is possible to adopt multiple voting shares without any specific limits, unlike in Italy, this allows majority shareholders to consolidate their controlling position by multiplying their voting rights.

## **INTRODUZIONE**

L'obiettivo del presente elaborato sarà di indagare e esaminare il fenomeno dei trasferimenti di sede legale all'estero delle società quotate italiane.

Si è scelto di prendere come campione le società quotate di grandi dimensioni poiché rappresentano casi che negli anni hanno suscitato l'interesse dell'opinione pubblica e dei governi esecutivi del Paese a causa delle possibili ricadute che questi spostamenti possono avere sul tessuto economico-finanziario italiano e poiché, in quanto società quotate, sono in vigore obblighi di informativa nei confronti dell'esterno molto stringenti e grazie a ciò l'analisi è stata il più approfondita possibile.

Possono essere molteplici e di diversa natura le ragioni dietro la scelta delle grandi imprese di muovere la propria sede sociale all'estero ma la motivazione più probabile sembra essere quella di voler cercare ordinamenti per i quali gli azionisti di controllo possano consolidare sempre di più la propria posizione di potere.

Dopo aver delineato il contesto generale del fenomeno e aver fornito anche i delineamenti giuridici dello stesso, sono stati presi in considerazione tre grandi casi italiani di trasferimento di sede all'estero per capire meglio le caratteristiche simili e le differenze che ci possono essere in un'operazione di questo tipo tra soggetti comparabili.

Successivamente, partendo dal *paper* realizzato da Belcredi e il suo gruppo di studio, è stato possibile delineare un campione di dieci aziende italiane che hanno intrapreso questo tipo di operazione e che hanno scelto come destinazione dei propri trasferimenti l'Olanda.

Sulla base di questo campione di indagine sono state svolte analisi empiriche sulle possibili motivazioni che ci possono essere dietro a questa decisione, concentrandosi prevalentemente su ragioni fiscali o di *forum shopping*.

Proprio quest'ultima sembra essere la causa imputata e ciò è spiegabile attraverso la possibilità per le società con sede in Olanda di introdurre all'interno dei propri statuti sistemi di azioni a voto maggiorato senza alcun limite specifico, al contrario di quanto accade invece in Italia, che nonostante l'implementazione del cosiddetto DDL Capitali, prevede limiti quantitativi al numero di voti che possono essere assegnati oltre le normali azioni ordinarie.

# CAPITOLO I

## LE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE CON SEDE LEGALE ALL'ESTERO

### 1. Premessa

Il panorama economico e giuridico europeo dell'ultimo decennio è stato contrassegnato da una crescente rilevanza del fenomeno della migrazione societaria<sup>1</sup> delle società quotate, tendenza che ha trovato particolare diffusione tra le entità di origine italiana.

L'operazione di trasferimento pone complesse questioni che coinvolgono il diritto societario, il diritto tributario e la competitività del mercato dei capitali nazionale.

In questo contesto, si rende necessaria una preliminare distinzione tra le diverse tipologie di sedi giuridicamente rilevanti per una società quotata: la sede legale (o sociale), la sede amministrativa (o effettiva) e la sede di quotazione.

La sede legale identifica il diritto societario applicabile, la sede amministrativa determina il diritto tributario attinente alle imposte dirette sugli utili, la sede di quotazione è il mercato azionario che stabilisce le norme in materia di trasparenza e tutela degli investitori.

La possibilità di separare la sede legale da quella amministrativa ha storicamente diviso gli ordinamenti europei in due filoni teorici principali: quello del "principio di incorporazione" (adottato da Stati come Regno Unito e Paesi Bassi), che consente tale scollegamento, e quello della "teoria della sede reale" (seguita storicamente da Italia, Francia e Germania), che ostacolava la separazione, legando la disciplina societaria al luogo dell'amministrazione centrale.

In Italia, il trasferimento della sede sociale all'estero è disciplinato in modo non del tutto chiaro ed esaustivo.

La legge n. 218 del 1995, all'articolo 25 comma 3, ammette l'efficacia del trasferimento a condizione che avvenga in conformità con le leggi sia dello Stato di provenienza che di quello di destinazione, assicurando la continuità giuridica a seguito dell'operazione.

---

<sup>1</sup> È il fenomeno che si verifica con lo spostamento della sede sociale di un'impresa all'estero.

Tuttavia, il Codice civile si limita a richiederne la delibera assembleare con *quorum* rafforzato, sollevando problematiche interpretative di natura civilistica, in particolare riguardo alla cancellazione dal Registro delle Imprese.

A livello fiscale, il trasferimento è disciplinato dall'articolo 166 del TUIR, che mira a prevenire l'erosione della potestà impositiva italiana tassando le plusvalenze latenti sugli *assets* aziendali che sono oggetto di uscita dal territorio italiano.

La risonanza del fenomeno della delocalizzazione ha raggiunto il suo culmine con il trasferimento di sedi di importanti gruppi societari italiani, in particolare verso i Paesi Bassi, a partire dal caso di Fiat S.p.A. nel 2014.

Le motivazioni dietro a tali migrazioni sono riconducibili a scopi strategici, alla ricerca di un regime di risparmio fiscale e, in misura prevalente, alla pratica del forum shopping, ossia la ricerca di ordinamenti (come quello olandese) che consentano il rafforzamento del controllo proprietario attraverso sistemi di *governance* più favorevoli, come l'introduzione di azioni a voto plurimo e maggiorato con minori limitazioni rispetto all'ordinamento italiano.

La diffusa preoccupazione per la perdita di competitività del mercato dei capitali italiano, testimoniata anche dai rapporti OECD e dal Libro Verde del 2022, ha condotto il governo italiano all'approvazione del DDL Capitali nel 2024, divenuto Legge numero 21 del 5 marzo 2024.

L'obiettivo di questa riforma è rafforzare il sistema economico e l'attrattività del mercato italiano attraverso misure di semplificazione, tra cui l'introduzione di novità normative riguardanti, in particolare, il voto plurimo e maggiorato.

Il presente capitolo si propone dunque di delineare il quadro concettuale e normativo entro cui si inserisce la migrazione societaria, analizzando le diverse sedi rilevanti, i criteri di collegamento storicamente adottati (incorporazione vs sede reale) e le problematiche di diritto civile e fiscale poste dal trasferimento in Italia.

Infine, si contestualizzerà la rilevanza del tema nell'attuale panorama economico italiano, introducendo le principali motivazioni della delocalizzazione e gli interventi normativi recenti volti a contrastarla.

## 2. Quadro normativo: il trasferimento di sede sociale

Nell'ultimo decennio, il fenomeno della delocalizzazione della sede legale delle società quotate ha assunto una crescente rilevanza nel panorama economico europeo, ed è ancora più diffuso tra le entità italiane.

Prima però di entrare nel merito del tema di questo elaborato, è utile ricordare come una società quotata abbia tre sedi giuridicamente rilevanti:

- una è la sede legale (o sociale), ovvero il luogo dove è tenuto il registro delle imprese in cui l'atto costitutivo della società è iscritto, inizialmente è coincidente con la sede di costituzione. Successivamente le due si possono scollegare, eliminando l'atto costitutivo della società dal registro delle imprese del luogo di costituzione e reinscrivendolo nel registro delle imprese del luogo di destinazione. È fondamentale sottolineare che la sede legale è unica;
- un'altra sede significativa è la sede amministrativa, anche detta sede dell'amministrazione centrale o centro principale degli affari o sede effettiva. Essa coincide con il luogo in cui il management di più alto livello svolge stabilmente le proprie funzioni di gestione dell'impresa. La sede amministrativa, in teoria, può coincidere o meno con la sede legale e anche la sede amministrativa deve essere necessariamente unica;
- la terza sede è quella di quotazione, ovvero il mercato azionario dove sono negoziate le azioni della società. Viceversa, a quanto visto per le precedenti, le società possono avere più sedi di quotazioni.

In ultima istanza, oltre alle sedi della società, si può far menzione alle sedi dell'impresa, ovvero i luoghi in cui viene svolta l'attività di impresa. Questi non sono rilevanti per l'analisi di questo lavoro, però sono comunque importanti per gli effetti giuridici che hanno sui diversi segmenti dell'ordinamento giuridico, basti pensare a titolo esemplificativo: al diritto penale, al diritto amministrativo, al diritto del lavoro e al diritto ambientale.

Fatte queste distinzioni, si può osservare come la localizzazione delle sedi abbia conseguenze differenti per il diritto applicabile e per il Paese d'origine:

- la sede legale identifica il diritto societario, l'autorità giudiziaria competente a farlo rispettare e l'autorità di vigilanza competente per gli aspetti di diritto societario applicabili anche se quotata in un mercato estero.
- la sede amministrativa determina il diritto tributario per i profili attinenti alle imposte dirette sugli utili e le autorità pubbliche competenti a farlo osservare.
- la sede di quotazione identifica le norme in materia di trasparenza e correttezza delle negoziazioni e di tutela degli investitori e degli *stakeholders*.

Non sono mai esistite, all'interno dell'Unione Europea, restrizioni o veti sull'ubicazione della sede legale e di quella amministrativa in uno Stato membro diverso da quello di costituzione della società. Allo stesso modo, non ci sono mai stati divieti per la collocazione della sede di quotazione, anche in via esclusiva, in un mercato azionario di un altro Stato membro; anzi la quotazione di società estere su una Borsa è un fenomeno di lunga data.

L'abilità di attirare la quotazione di società estere ha contribuito all'internazionalizzazione, la crescita e l'affermazione di mercati come quello di Londra, Parigi, Amsterdam e Francoforte.<sup>2</sup>

Per quanto concerne la possibilità di separare la sede legale da quella amministrativa, influenzando il diritto societario applicabile, nel tempo, si è assistito a due diversi orientamenti che corrispondono anche a due differenti teorie circa il criterio di collegamento applicabile per individuare l'ordinamento a cui devono essere soggette le società.

Da un lato, ci sono ordinamenti come quelli britannico, lussemburghese ed olandese che, in applicazione del "principio di incorporazione"<sup>3</sup>, hanno da sempre permesso lo scollegamento delle sedi, poiché ritengono che le società debbano essere regolate dalla legge del paese di costituzione.

---

<sup>2</sup> Pomelli A., 2024. "Dall'arbitraggio regolamentare all'arbitraggio sistemico: il vero gioco (e rischio) delle migrazioni societarie in Olanda", *Rivista Corporate Governance*, Fascicolo 2.

<sup>3</sup> Esso permette lo scollegamento delle sedi, poiché le società sono regolate dalla legge del paese di costituzione. Secondo questa teoria, il trasferimento della sede è trattato come una semplice modifica statutaria, senza che si configuri un problema giuridico che richieda liquidazione o scioglimento. La società rimane assoggettata alla legge dello Stato di origine a condizione che svolga la sua attività in maniera esclusiva sul territorio di un Paese straniero.

D'altra parte, invece, la possibilità di scindere le sedi legali e amministrative è stata ostacolata da Stati come l'Italia, la Francia e la Germania che hanno storicamente sempre osservato "la teoria della sede reale", per la quale si ritiene che alle società si dovrebbe applicare il diritto del paese dove è situata la sede amministrativa o direzionale.<sup>4</sup>

Questa visione dei paesi dell'Europa continentale derivava da un maggiore interesse a difendere l'identità del proprio ordinamento nazionale, collegando quindi l'applicazione della disciplina societaria a un criterio "reale", andando a limitare di conseguenza la discrezionalità nella scelta dei soci.

Si deve precisare che queste due teorie sono frutto di una semplificazione e nella realtà dei fatti, molti ordinamenti adottano un principio che si può definire misto, combinando i due criteri descritti in precedenza.

Riassumendo dunque il tema, da un lato, secondo la prima teoria, lo spostamento di sede non configura un problema giuridico e le società sono libere di trasferirsi in un altro ordinamento senza che avvenga prima la liquidazione o lo scioglimento.

Il trasferimento viene trattato come una modifica statutaria e la società che si sposta rimane in ogni caso assoggettata alla legge dello Stato di origine a condizione che porti avanti la sua attività in maniera esclusiva sul territorio di un paese straniero.

Dall'altro lato, per gli ordinamenti che seguono la seconda linea di pensiero, il trasferimento dovrebbe essere considerato come una fattispecie estintiva e l'ente che emigra all'estero si dovrebbe ricostituire secondo il diritto dello Stato di destinazione.

Come già accennato però la realtà dei fatti non corrisponde esattamente ai principi teorici e difficilmente questi si realizzano così come sono stati esposti poiché gli Stati adottano atteggiamenti più miti e adoperano eccezioni e particolarità tali da rendere inutili ogni tentativo di inquadramento rigido delle fattispecie.<sup>5</sup>

In Italia il trasferimento della sede sociale all'estero è disciplinato da diverse norme e porta con sé problematiche sia a livello civilistico sia a livello fiscale. L'insieme di regole offerto dal legislatore non risulta chiaro ed esaustivo circa l'argomento e non vi è

---

<sup>4</sup> Mucciarelli F.M., 2010. "Società di capitali, trasferimento all'estero della sede sociale e arbitraggi normativi, Milano, Giuffrè.

<sup>5</sup> Righini A., 2006. "Il trasferimento transnazionale della sede sociale", in *Contratto e Impresa*, n.3/2006 pag.759-762.

alcuna disposizione che spieghi nel dettaglio la procedura da attivare per un operatore che intende spostare la propria sede sociale.

La legge n. 218 del 1995 all'articolo 25 comma 3 disciplina che "i trasferimenti della sede statutaria in altro Stato e le fusioni di enti con sede in Stati diversi hanno efficacia soltanto se posti in essere conformemente alle leggi di detti Stati interessati", conseguentemente la legge fissa i seguenti criteri di collegamento tra l'Italia e lo Stato estero interessato:

- le società devono seguire le norme dello Stato in cui è stata perfezionata la costituzione della stessa, in ogni caso la legge italiana risulta applicabile qualora la sede amministrativa sia localizzata in Italia;
- lo spostamento della sede legale indicata nello statuto produce i suoi effetti solo se avviene secondo le norme dello Stato di provenienza e dello Stato di destinazione.

Ciò significa che ci sarà continuità giuridica a condizione che il trasferimento di sede sia ammissibile se nei due ordinamenti è ammesso; quindi, una società italiana che trasferisce la sede all'estero diventerà una società di diritto di quel Paese senza doversi costituire *ex novo*, la identica cosa vale nel caso di trasferimento in Italia di una società estera.

Il Codice civile, nella sezione riguardante le società di capitali, regola il trasferimento di sede sociale all'estero in modo indiretto e nel seguente modo:

- l'articolo 2369 comma 5 afferma che nel caso di trasferimento della sede sociale all'estero, nella seconda convocazione dell'assemblea dei soci, ci siano i voti favorevoli di tanti soci che rappresentino più di un terzo del capitale sociale<sup>6</sup>;
- l'articolo 2437 disciplina invece il fatto che lo spostamento della sede legale all'estero configura per le società per azioni, un evento che legittima il diritto di recesso dei soci che non hanno contribuito alla delibera<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Articolo 2369 comma 5: "Nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio è necessario, anche in seconda convocazione, il voto favorevole di più di un terzo del capitale sociale per le deliberazioni concernenti il cambiamento dell'oggetto sociale, la trasformazione della società, lo scioglimento anticipato, la proroga della società, la revoca dello stato di liquidazione e l'emissione delle azioni di cui al secondo comma dell'articolo 2351.

<sup>7</sup> Articolo 2437: "Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti:

La delibera assembleare riguardante il trasferimento della sede legale essendo una modifica dell'atto costitutivo della società deve essere depositata e iscritta nel Registro delle Imprese della sede italiana di origine e diviene efficace in quell'istante.<sup>8</sup>

Come detto in precedenza, il diritto italiano si limita a presentare la possibilità di spostare la sede a seguito di una votazione assembleare tramite un quorum rafforzato, nulla però viene detto riguardo la facoltà che a questa delibera segua o meno il trasferimento della registrazione e, in caso affermativo, quale sia la procedura da seguire per metterlo in atto.

Questo vuoto normativo pone i creditori delle società di fronte a una situazione complicata perché sono frequenti i casi in cui le società che hanno deliberato il trasferimento di sede e hanno proceduto con la cancellazione dal registro, non provvedono – spesso volontariamente - a iscriversi presso il registro straniero di destinazione, finendo quindi per risultare irreperibili per i creditori italiani.

Dal momento che non è detto che dopo l'iscrizione della delibera assembleare debba seguire la cancellazione dal registro della società italiana, si crea confusione tra i soggetti interessati e le parti coinvolte. In linea teorica, dopo il deposito nel Registro delle Imprese della delibera, l'ufficio del registro cessa di essere competente, ma sempre in teoria, non è concepibile che una società italiana si cancelli dal registro senza essere liquidata o senza venire iscritta in un altro registro delle imprese all'estero. La vera domanda a questo punto è se l'ordinamento italiano preveda il trasferimento di registrazione all'estero.<sup>9</sup>

Come accennato in precedenza, oltre alle problematiche più strettamente correlate ai profili civilistici, il trasferimento di sede all'estero porta con sé anche questioni fiscalmente rilevanti.

- 
- a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società;
  - b) la trasformazione della società;
  - c) la revoca dello stato di liquidazione;
    - d) l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dal successivo comma ovvero dallo statuto;
    - e) la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso;
    - f) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione.

<sup>8</sup> Valente P., Rizzardi R., 2014, "Delocalizzazione, migrazione societaria e trasferimento sede", Milanofiori, Assago, IPSOA.

<sup>9</sup> Mucciarelli F.M., 2010, "Società di capitali, trasferimento all'estero della sede sociale e arbitraggi normativi, Milano, Giuffrè.

La materia tributaria circa il trasferimento di residenza è regolata dall'articolo 166 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi ("TUIR") derubricato "imposizione in uscita".

Il sopra citato articolo dispone che avvenga la tassazione delle plusvalenze latenti sugli *assets* dell'azienda oggetto del trasferimento, a meno che non vengano immessi in una stabile organizzazione<sup>10</sup> in Italia.

La ragione della disposizione è quella di evitare che i soggetti spostino la residenza societaria all'estero, recidendo ogni collegamento territoriale con l'Italia e di conseguenza impedendogli di esercitare la propria potestà impositiva.<sup>11</sup>

Il comma 1 dell'articolo 166 del TUIR prevede che gli effetti realizzativi degli elementi d'azienda avvenga al valore normale<sup>12</sup> nei seguenti casi:

- a) trasferimento all'estero della residenza fiscale da parte di soggetti fiscalmente residenti in Italia;
- b) trasferimento di attivi ad una stabile organizzazione localizzata all'estero da parte di soggetti fiscalmente residenti nello Stato;
- c) trasferimento di un'intera stabile organizzazione situata in Italia alla sede centrale o a un'altra stabile organizzazione all'estero da parte di soggetti fiscalmente residenti all'estero;
- d) trasferimento di attivi facenti parte del patrimonio di una stabile organizzazione posizionata in Italia a favore della sede centrale o di un'altra stabile organizzazione situata all'estero da parte di soggetti fiscalmente residenti all'estero;
- e) incorporazione di soggetti fiscalmente residenti in Italia da parte di una società fiscalmente non residente oppure una scissione a favore di una o più beneficiarie non residenti, oppure il conferimento di una stabile organizzazione o di un ramo di essa situati all'estero a favore di un soggetto fiscalmente residente all'estero.

I soggetti trattati dall'articolo 166 del TUIR sono imprese commerciali.

---

<sup>10</sup> Articolo 16 TUIR: "l'espressione stabile organizzazione designa una sede fissa di affari per mezzo della quale l'impresa non residente esercita in tutto o in parte la sua attività sul territorio dello Stato".

<sup>11</sup> Valente P., Rizzardi R., 2014, "Delocalizzazione, migrazione societaria e trasferimento sede", Milanofiori, Assago, IPSOA.

### 3. Rilevanza del tema nel panorama economico italiano

In Italia, il tema della migrazione di società quotate italiane all'estero, in particolare nei Paesi Bassi, ha avuto grande risonanza soprattutto negli ultimi dieci anni, da quando, nel 2014, Fiat s.p.a. decise di spostare la sua sede legale in Olanda e la sua sede amministrativa e fiscale nel Regno Unito.

Questa delocalizzazione seguiva quella effettuata da Fiat Industrial s.p.a. con la fusione con CNH Global N.V. per dar vita a CNH Industrial N.V. avvenuta nell'anno precedente. Dopo Fiat, altre società del gruppo, come controllanti (Exor s.p.a., Giovanni Agnelli s.a.p.a.) controllate (Ferrari s.p.a.) e società sottoposte a comune controllo (Iveco s.p.a.) realizzavano la stessa operazione. Fintantoché il fenomeno si limitava alle società del gruppo Fiat, nonostante l'impatto mediatico, la giustificazione si faceva rinvenire nella volontà dell'azionariato di controllo di rendere internazionale il gruppo industriale.

La questione si amplificò e divenne oggetto di articoli giornalistici, analisi economiche e giuridiche, dibattiti e preoccupazioni politiche, si ebbe l'impressione di essere di fronte un imminente danno al sistema Italia, sotto l'aspetto giuridico e del mercato dei capitali, quando un elevato numero di altre società quotate, appartenenti a settori industriali diversi tra loro, ma rilevanti dal punto di vista economico e finanziario, decisero di imboccare il percorso analogo.

Il timore che il mercato dei capitali italiano stesse perdendo competitività e attrattività ha portato la classe politica alla volontà di rafforzare il sistema economico del Paese, approvando il 27 febbraio 2024 il disegno di legge denominato "DDL Capitali".

L'obiettivo è quello di sostenere la concorrenzialità e stimolare il progresso di crescita del mercato dei capitali italiani, favorendo il legame tra imprese e mercati finanziari, attraverso la rimozione di alcuni vincoli normativi e operativi all'accesso e alla permanenza negli stessi.

Gli ambiti in cui è stato scelto di intervenire sono stati individuati in seguito a due report: il primo realizzato dall'OECD<sup>13</sup> e intitolato "*Capital market review of Italy for 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers (OECD Capital Market Series)*", commissionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze; il secondo invece pubblicato nel 2022 è il Libro Verde intitolato "La competitività dei mercati

---

<sup>13</sup> *Organization for Economic Co-operation and Development* (in Italiano OCSE).

finanziari italiani a supporto della crescita” realizzato come risposta a una consultazione del MEF stesso.

Le analisi riportate in queste due relazioni hanno consentito di identificare le aree nelle quali è necessario intervenire e introdurre misure di semplificazione e di razionalizzazione del quadro normativo, per permettere di dare nuova linfa ed energia al mercato dei capitali italiano, facilitando l’accesso e la permanenza delle imprese sui mercati e senza però ridurre la tutela degli investitori e dell’integrità dei mercati.

In particolare il Libro Verde sottolinea come il mercato dei capitali italiano risulta meno sviluppato in confronto ad altre economie avanzate non solo a livello mondiale ma anche a livello europeo; questo aspetto è stato sottolineato anche dal paper dell’OECD che cita: “una media inferiore a quattro società l’anno è stata quotata sul mercato regolamentato della Borsa valori italiana e la capitalizzazione di mercato del Paese, in percentuale del PIL, si è attestata notevolmente al di sotto di quella delle controparti europee”.

Questa inferiorità del mercato italiano è ben espressa dal rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL registrato in Italia rispetto ad altri grandi Paesi europei e dal numero di IPO<sup>14</sup>. È invece positivo l’incremento netto delle società nel Mercato di Crescita per le PMI (Euronext Growth Milano), mentre sull’Euronext Milano, si è assistito a un decremento di 74 società nel periodo tra 2011 e 2021.

**Tabella 1.1: Rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL**

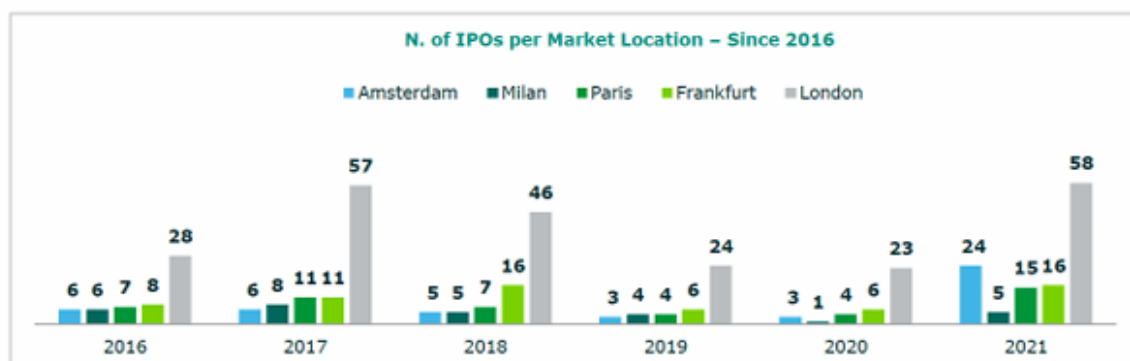
€Tn	Euronext Venues									Other Venues			
	Paris	Milan	Oslo	Brussels	Amsterdam	Lisbon	Dublin	Frankfurt	Zurich	Madrid	Luxembourg	London	
Total Mkt Cap	3.71	0.82	0.39	0.36	1.42	0.08	0.15	2.64	3.43	1.00	0.12	4.58	
Nominal GDP	2.48	1.78	0.38	0.50	0.85	0.21	0.44	3.57	0.71	1.20	0.07	2.76	
<b>Ratio</b>	1.5x	0.5x	1.0x	0.7x	1.7x	0.4x	0.4x	0.7x	4.8x	0.8x	1.7x	1.7x	

Source: Euronext, Dealogic. FactSet for GDP figures, European Commission, SSB, ONS and SECO for 2021 forecasts.

**Fonte: Libro Verde su “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”, 2022, p.9.**

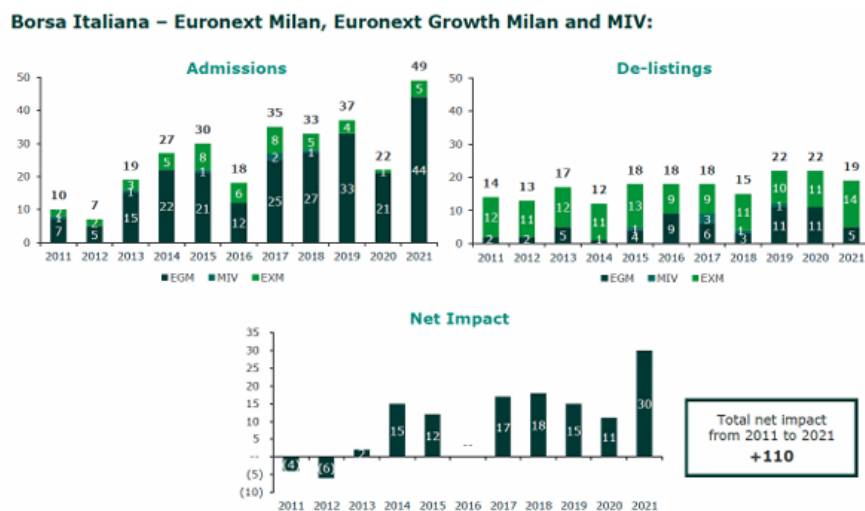
<sup>14</sup> Ipo: initial public offering.

**Grafico 1.1: Numero di IPO nei cinque principali mercati regolamentati europei**



Fonte: Libro Verde su “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”, 2022, p.10.

**Grafico 1.2: Numero di ammissioni, de-listing e impatto netto sul mercato borsistico italiano**



Fonte: Libro Verde su “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”, 2022, p.11.

Il Libro Verde individua successivamente quattro aree su cui consiglia intervenire per facilitare e migliorare il quadro legislativo e regolamentare che si attua agli enti, col fine di rendere più efficiente l’accesso e la permanenza sul mercato dei capitali.

Le quattro aree identificate sono:

- facilitare il processo di listing e la permanenza nei mercati, in particolare da parte delle PMI.
- Incoraggiare la partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori.
- Valorizzare le potenzialità del digitale ai fini dell'accesso al mercato per imprese e investitori.
- Rendere il sistema di applicazione delle regole più efficiente ed efficace.<sup>15</sup>

Di conseguenza, le novità più rilevanti del DDL Capitali attengono:

- semplificazioni per le PMI emittenti azioni quotate;
- disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi;
- voto plurimo e maggiorato;
- presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione uscente per il rinnovo dell'organo amministrativo;
- svolgimento delle assemblee per il tramite del rappresentante designato.<sup>16</sup>

L'aspetto introdotto su cui verrà posta l'attenzione, in quanto più attinente con la trattazione di questo elaborato riguarda il voto maggiorato e verrà affrontato nel terzo e quarto capitolo a cui si rimanda per un'analisi più approfondita.

Verrà trattato in questo elaborato il voto maggiorato e non quello plurimo perché il primo riguarda le società quotate, mentre il secondo no; infatti, per le società non quotate la disciplina in materia di voto plurimo si trova all'articolo 2351 del Codice civile, mentre per gli emittenti quotati è esclusa – ai sensi dell'articolo 127 sexies del TUF – la possibilità di emettere azioni a voto plurimo.<sup>17</sup>

Per quanto riguarda invece il focus nello specifico di questo capitolo, l'impatto che ha avuto l'introduzione del DDL Capitali e in particolare il voto plurimo e maggiorato sul sistema economico italiano, è stato approfondito dalla Consob nel suo annuale report sulla Corporate Governance delle società quotate italiane.

---

<sup>15</sup> Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita, 2022.

<sup>16</sup> Lonato B., Messuti A., Rege G., 2024. “Le principali novità introdotte dal Disegno di Legge Capitali.” Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.lcalex.it/le-principali-novita-introdotte-dal-disegno-di-legge-capitali/>.

<sup>17</sup> FTA Online News, 2014. “Cambiamenti alla disciplina del diritto di voto nelle società per azioni”. Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/voto-194.htm#:~:text=Il%20Decreto%20Competitivit%C3%A0%20del%20giugno,le%20varie%20categorie%20di%20azioni.>

**Tabella 1.2: Azioni a voto plurimo e maggiorato nelle società quotate italiane**

2023	totale total	Ftse Mib	Mid Cap	Star	altro other	2023	
<b>società con azioni a voto maggiorato</b>						<b>companies with loyalty shares</b>	
numero società	<b>74</b>	6	16	30	22	number of companies	
% capitalizzazione indice	<b>16.8</b>	6.7	53.7	67.3	47.6	% index market capitalisation	
<b>società con azioni a voto plurimo</b>						<b>companies with multiple voting shares</b>	
numero società	<b>6</b>	--	2	3	1	number of companies	
% capitalizzazione indice	<b>0.4</b>	--	1.9	2.1	3.4	% index market capitalisation	
<b>società con azioni a voto maggiorato e/o plurimo (valori medi per UCA)</b>		<b>famiglie families</b>	<b>Stato/enti loc. State/loc.auth.</b>	<b>ist. finanziarie financial inst.</b>	<b>misto mixed</b>	<b>no UCA</b>	<b>companies with loyalty shares and/or multiple voting shares (average values per UCA)</b>
numero società	65	4	--	5	6	number of companies	
% totale UCA	<b>49.6</b>	<b>16.0</b>	--	<b>50.0</b>	<b>35.5</b>	% total UCA	
% capitalizzazione UCA	<b>58.5</b>	<b>3.6</b>	--	<b>10.3</b>	<b>48.2</b>	% UCA market capitalisation	
<b>concentrazione proprietaria (quote medie per società)</b>		<b>tutte le società</b>	<b>società con azioni a voto maggiorato e/o plurimo</b>	<b>società senza azioni a voto maggiorato e/o plurimo</b>	<b>ownership concentration (average stake by company)</b>		
		<b>all companies</b>	<b>companies with loyalty shares and/or multiple voting shares</b>	<b>companies without loyalty shares and/or multiple voting shares</b>			
primo azionista	<b>49.1</b>		57.3	44.0	<b>largest shareholder</b>		
altri azionisti rilevanti	<b>12.4</b>		12.9	12.4	<b>other major shareholders</b>		
mercato	<b>38.5</b>		29.8	43.6	<b>market</b>		
partecipazione di controllo	<b>51.2</b>		59.7	45.9	<b>controlling share</b>		

**Fonte: Rapporto Consob sulla Corporate Governance delle società quotate italiane 2023, p.26.**

Nel report del 2023 si è evidenziato che il voto maggiorato è previsto in 74 emittenti (in aumento rispetto al 2021 in cui erano 69 emittenti) e sono perlopiù classificabili come società di minore dimensioni; mentre le società che hanno adottato il voto plurimo sono sei. Le società che hanno introdotto azioni a voto maggiorato e/o plurimo sono prevalentemente quelle controllate da famiglie e in queste società la quota media detenuta dall'azionista principale è pari al 57%, valore maggiore di quello che si può osservare nelle società che non adottano tali azioni, uguale al 44%.<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Rapporto Consob sulla Corporate Governance delle società quotate italiane 2023, p.26.

**Tabella 1.3: Azioni a voto plurimo e maggiorato nelle società quotate italiane**

2024						2024
	<i>totale total</i>	<i>Ftse Mib</i>	<i>Mid Cap</i>	<i>STAR</i>	<i>altro other</i>	
<b>società con azioni a voto maggiorato</b>						<b>companies with loyalty shares</b>
numero società	<b>72</b>	6	15	33	18	number of companies
di cui:						of which
ordinario	<b>62</b>	5	12	28	17	ordinary
rafforzato	<b>10</b>	1	3	5	1	strengthened
% capitalizzazione indice	<b>14.7</b>	7.2	45.9	73.2	44.5	% index market capitalisation
<b>società con azioni a voto plurimo</b>						<b>companies with multiple voting shares</b>
numero società	<b>6</b>	-	1	3	2	number of companies
% capitalizzazione indice	<b>0.3</b>	-	0.9	2.3	8.5	% index market capitalisation
		<b>numero società</b>	<b>% totale</b>			
		<b>number of companies</b>	<b>% total</b>			
<b>società con azioni a voto maggiorato</b>		<b>72</b>	<b>100.0</b>		<b>companies with loyalty shares</b>	
<b>PMI</b>		49	<b>68.1</b>		<b>SME</b>	
<b>non PMI</b>		23	<b>31.9</b>		<b>non-SMEs</b>	
<b>società con azioni a voto maggiorato e/o plurimo (valori medi per UCA)</b>		<b>famiglie families</b>	<b>Stato/enti loc. State/loc.auth.</b>	<b>ist. finanziarie financial inst.</b>	<b>misto mixed</b>	<b>no UCA</b>
numero società	63	4	2	3	6	number of companies
% totale UCA	53.4	16.0	28.6	33.3	29.7	% total UCA
% capitalizzazione UCA	60.4	3.9	2.3	5.7	36.2	% UCA market capitalisation
<b>concentrazione proprietaria (quote medie per società)</b>		<b>primo azionista largest shareholder</b>	<b>altri azionisti rilevanti other major shareholders</b>	<b>mercato market</b>	<b>partecipazione controllo controlling share</b>	<b>ownership concentration (average stake by company)</b>
tutte le società	48.2	13.7	30.6	50.2	all companies	
società con azioni a voto maggiorato e/o plurimo	56.2	13.2	30.6	58.3	companies with loyalty shares and/or multiple voting shares	
società senza azioni a voto maggiorato e/o plurimo	43.0	13.9	43.2	44.9	companies without loyalty shares and/or multiple voting shares	

**Fonte: Rapporto Consob sulla Corporate Governance delle società quotate italiane 2024, p.33.**

La situazione è rimasta praticamente invariata da un anno all'altro, difatti nel 2024 il voto maggiorato è previsto in 72 emittenti e il 68% di queste sono catalogate come PMI.

Tra gli emittenti che hanno introdotto il voto maggiorato, dieci hanno previsto un voto maggiorato rafforzato, con la possibilità che maturino fino a dieci voti per azioni in

otto casi e fino a tre voti per azione in due casi. Le società che prevedono il voto plurimo sono rimaste sei come nel 2023.<sup>19</sup>

#### **4. Il cambiamento di sede legale: motivi fiscali, strategici e *forum shopping***

L'Italia è il paese in cui il maggior numero di imprese decidono di delocalizzare la propria sede all'estero e, guardando il rovescio della medaglia, l'Olanda ha rappresentato la destinazione prediletta per le società italiane in questi ultimi anni. Dietro a questa scelta si possono esaminare tre diverse motivazioni, che non si escludono a vicenda:

- 1) scopi strategici;
- 2) risparmio fiscale;
- 3) forum shopping.

Per quanto concerne le finalità strategiche, recenti studi hanno evidenziato che tra le considerazioni effettuate rientrano casi di progetti di fusione o acquisizione, per cui le società decidono di trasferirsi per risultare più appetibili agli occhi di investitori esteri e dare la percezione di maggiore solidità e internazionalizzazione. Tra le giustificazioni vi è anche la possibilità di accedere a mercati più liquidi e di ampliare la possibilità di costruire partnership internazionali.

La ricerca di un regime fiscale meno rigido e con aliquote impositive meno elevato può configurare una seconda possibile motivazione ed è anche la giustificazione che scatena, nella maggior parte dei casi di delocalizzazione, l'indignazione della stampa. È importante però sottolineare che il trasferimento della sede legale non è sempre accompagnato da uno spostamento del domicilio fiscale e di conseguenza la potestà impositiva rimane in capo allo Stato d'origine e quindi all'Italia. Oltre a ciò, il pretesto del risparmio fiscale non sembra essere del tutto rilevante perché le aliquote in Olanda per le società sono del 20% per utili fino a 200.000 euro e del 25% per importi superiori e quindi in linea, se non maggiori in certi casi, all'aliquota italiana; il risparmio nei Paesi Bassi è nel ricercarsi perlopiù nella tassazione dei dividendi che è più leggera di quella italiana.

La terza possibile fattispecie di spiegazione è dettata dalla volontà dell'impresa di ricercare ordinamenti in cui è possibile rafforzare il controllo dei

---

<sup>19</sup> Rapporto Consob sulla Corporate Governance delle società quotate italiane 2024, p.33.

proprietari e degli azionisti di maggioranza attraverso sistemi di governance più favorevoli, in cui è possibile introdurre CEMs<sup>20</sup> che blindano il potere del primo azionista.<sup>21</sup>

Proprio questo ultimo caso rappresenta la spiegazione più valida dietro a queste migrazioni societarie, che sono aumentate negli ultimi anni e a conferma di ciò è bene sottolineare che il 93% dei trasferimenti è avvenuto dopo il 2010<sup>22</sup>.

Ma perché si sceglie proprio l'Olanda?

L'Olanda (ma non solo), rappresenta l'ordinamento preferito per chi vuole attuare questo tipo di azioni perché presenta la possibilità di introdurre azioni a voto maggiorato e plurimo senza limiti nella proporzionalità del numero di azioni possedute o nel periodo di possesso, al contrario invece di quanto accade in Italia dove il limite è di 10 azioni ogni azione posseduta ed è necessario un requisito di possesso di almeno 24 mesi continuativi.

I limiti in Italia sono stati modificati recentemente con il DDL Capitali per cercare di essere più attrattivi verso le società e di limitarne l'uscita dal territorio italiano, ma nonostante questi sforzi ancora oggi le società preferiscono migrare all'estero dove il sistema del voto maggiorato è più collaudato e l'esperienza maturata negli anni permette di avere un quadro più chiaro circa il loro utilizzo.

Negli anni Ottanta le principali holding di multinazionali mondiali iniziarono a trasferire la propria sede sociale e spesso anche quella fiscale in Olanda mettendo in pratica il cosiddetto “*Dutch Sandwich*”, spesso abbinato alla strategia soprannominata “*Double Irish*”.<sup>23</sup>

Questo modo di agire delle imprese ha permesso di sfruttare i disallineamenti e le discrepanze tra i sistemi fiscali nazionali per risparmiare miliardi di dollari, muovendo abilmente i profitti da una rete di filiali posizionate in giurisdizioni con aliquote fiscali vantaggiose.

---

<sup>20</sup> *Control Enhancing Mechanisms*.

<sup>21</sup> Belcredi M., Faverezani L., Signori A., 2023, “Così non fan tutte. *An analysis of italian companies moving abroad*”.

<sup>22</sup> Abbatantuono L., 2024. “Se mi lasci non vale: perché le italiane fuggono in Olanda.”

Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://lagiustizia.net/se-mi-lasci-non-vale-perche-le-italiane-fuggono-in-olanda/#:~:text=1.,Prysmian%20e%20perfino%20Telecom%20Italia>.

<sup>23</sup> Redazione, 2019. “Perché ci si rifugia in Olanda.” Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.ilfoglio.it/esteri/2019/06/13/news/perche-ci-si-rifugia-in-olanda-260100/>.

Queste due strategie di pianificazione fiscale venivano messe in atto prevalentemente da colossi aziendali del settore tecnologico, che, grazie alla caratteristica immateriale dei loro prodotti e servizi, hanno avuto la possibilità di far transitare ingenti somme di denaro attraverso i confini e beneficiando di una significativa riduzione dell'onere tributario.

Il piano strategico avveniva nel seguente modo:

- *Double Irish*: sfruttando una particolarità dell'ordinamento fiscale irlandese, venivano utilizzate due società irlandesi: la prima deteneva la proprietà intellettuale e riceveva i profitti derivanti dalle vendite nel mondo, la seconda invece operava sul mercato. La prima società veniva registrata in Irlanda ma con residenza fiscale in un paradiso fiscale e poteva ricevere profitti senza essere soggetta a un'imposizione rilevante. A questo punto si inseriva nello schema la tecnica del *Dutch Sandwich*: tra le due imprese irlandesi veniva introdotta un'entità olandese che permetteva di evitare le ritenute alla fonte sui pagamenti delle *royalties* e transazioni infragruppo.

L'interposizione della società olandese mirava a ottenere il massimo beneficio dal trattato fiscale favorevole tra l'Irlanda e i Paesi Bassi, che garantisce l'esclusione o la forte riduzione delle imposte sui flussi finanziari transfrontalieri. Così facendo i profitti transitavano attraverso l'Olanda, prima del loro trasferimento verso un paradiso fiscale con tassazione bassa o nulla.<sup>24</sup>

Sul tema dell'erosione della base imponibile e del trasferimento degli utili è intervenuta l'OCSE, che ha lanciato il progetto BEPS (*Base Erosion and Profit Shifting*) nel 2013.

L'iniziativa si articola in 15 azioni specifiche per riformare il sistema fiscale internazionale, focalizzandosi sulla revisione dei trattati fiscali tra i Paesi, sul rafforzamento delle norme sul *transfer pricing* e sull'incremento della trasparenza, con lo scopo di assicurare che gli utili siano tassati nel luogo in cui viene generato il valore economico.

---

<sup>24</sup> Dumitrascu G., 2024. “*Double Irish e Dutch Sandwich*: le strategie delle multinazionali.” Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://fiscomania.com/double-irish-with-a-dutch-sandwich/>.



## CAPITOLO II

### ANALISI DEL TRASFERIMENTO DI SEDE LEGALE IN TRE CASI EMBLEMATICI

#### 1. Premessa

Come spiegato nel precedente capitolo, il tema del trasferimento di sede legale da parte di società italiane all'estero, è largamente dibattuto e da un ventennio costituisce un argomento di attualità nel sistema economico italiano.

Di seguito si propone un elenco elaborato da Assonime<sup>1</sup>, dei maggiori gruppi e delle società che hanno scelto di spostare la propria sede sociale in Olanda per motivi di governance.

**Tabella 2.1: Elenco delle società che hanno scelto l'Olanda per ragioni di governance**

	Anno trasferimento	Capitalizzazione al 31/12 anno di trasferimento (milioni di euro)	Capitalizzazione al 13/6/23 (milioni di euro)	Voto plurimo	Voti per azione	Sede fiscale	Mercato principale
Ariston Holding	2021	1.058	1.283	Si	20	Italia	Milano
Brembo	2023/2024 <sup>(1)</sup>	4.748	4.748	Si <sup>(3)</sup>	10 <sup>(1)</sup>	Italia <sup>(1)</sup>	Milano
Campari	2020	10.887	14.183	Si	10	Italia	Milano
Cementir Holding N.V.	2019	1.067	1.127	No	-	Italia	Milano
Cnh Industrial	2013	11.159	16.304	Si	2	Regno Unito	New York (dal '24)
Exor	2016	9.870	18.716 <sup>(2)</sup>	Si	9	Olanda	New York (dal '22)
Ferrari	2016	10.732	51.700	Si	2	Regno Unito	Milano
Fiat Chrysler Automob.	2014	12.402	45.775	Si	10 <sup>(3)</sup>	Regno Unito	Milano
Iveco Group	2022	1.508	1.895	Si	2	Regno Unito	Milano
Mfe-Mediaforeurope	2021	2.462	1.497	Si	10	Italia	Milano
<b>TOTALE</b>		<b>53.654<sup>(4)</sup></b>	<b>157.228</b>				

1) In base alle proposte sottoposte all'assemblea straordinaria dei soci del 27/7/23 che delibererà sul progetto di trasferimento della sede legale

2) Dato relativo al mercato regolamentato di Amsterdam 3) Dopo la fusione con Peugeot i voti per azione sono due

4) Sono escluse Ferrari e Iveco che sono state oggetti di scorporo da una società già quotata (Fiat e Cnh rispettivamente)

Fonte: Assonime

**Fonte: Il Corriere della Sera, 2023<sup>2</sup>.**

<sup>1</sup> Assonime: Associazione per le società per le azioni italiane.

<sup>2</sup> Bertolino F., 2023. "Brembo, Campari, Mediaset: perché le aziende italiane vanno in Olanda. E cosa si può fare per trattenerle."

Tra queste società, questo capitolo si propone di analizzare e approfondire la delocalizzazione societaria di tre imprese: Brembo, Campari e Mediaforeurope (ex Mediaset).

Tutti e tre i casi presentano similitudini, come, a titolo di esempio, la motivazione dietro la scelta del trasferimento e la volontà di lasciare la sede fiscale e l'attività operativa principale in Italia.

## 2. Brembo N.V.

Il primo caso che verrà analizzato in questo capitolo riguarda la delocalizzazione della sede legale di Brembo S.p.A. (divenuta Brembo N.V.<sup>3</sup>) in seguito a una delibera assembleare avvenuta il 27 luglio 2023.

Il Consiglio d'Amministrazione della società ha presentato alla assemblea straordinaria dei soci la seguente proposta: realizzare la trasformazione transfrontaliera di Brembo, dall'Italia ai Paesi Bassi con adozione della forma giuridica regolata dal diritto olandese e conseguente trasferimento della sede sociale ad Amsterdam.

Nell'ambito dell'assemblea straordinaria del 27 luglio 2023, Brembo, in ottemperanza all'articolo 127-ter comma 2 del Decreto Lgs. n.58 del 1998<sup>4</sup>, ha predisposto un documento di domande e risposte in merito alla trasformazione transfrontaliera che sarebbe stata realizzata, fornendo dunque agli azionisti la possibilità di comprendere meglio l'operazione e il suo scopo.<sup>5</sup>

L'operazione consiste in un riassetto strategico e giuridico che si inquadra nel contesto della libertà di stabilimento garantita dal diritto dell'Unione Europea.

Tale libertà, interpretata dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea consente il trasferimento della sola sede legale, senza che sia richiesta la delocalizzazione della sede effettiva e operativa.

---

Risorsa web reperibile all'indirizzo: [https://www.corriere.it/economia/finanza/23\\_agosto\\_15/brembo-campari-mediaset-perche-aziende-italiane-vanno-olanda-cosa-si-puo-fare-trattenerle-57934a9c-1f0b-11ec-bfca-f44c975a09c3.shtml](https://www.corriere.it/economia/finanza/23_agosto_15/brembo-campari-mediaset-perche-aziende-italiane-vanno-olanda-cosa-si-puo-fare-trattenerle-57934a9c-1f0b-11ec-bfca-f44c975a09c3.shtml).

<sup>3</sup> N.V.: *naamloze vennootschap*, (in italiano "società senza nome") società per azioni a responsabilità limitata definita dal diritto commerciale dei Paesi Bassi.

<sup>4</sup> Il Decreto Legislativo è stato successivamente modificato e integrato ed ha assunto il nome di TUF, ovvero Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

<sup>5</sup> Domande e risposte per l'assemblea straordinaria degli azionisti di Brembo S.p.A. convocata per il 27 luglio 2023. Risorsa reperibile sul sito web della società: <https://www.brembogroup.com/it/investitori/per-gli-azionisti/assemblea-degli-azionisti>.

La trasformazione non comporta lo scioglimento o la liquidazione di Brembo, garantendo la continuità della personalità giuridica e dei rapporti preesistenti.

Sotto il profilo operativo e fiscale, Brembo non ha lasciato l'Italia: la società ha mantenuto la residenza fiscale nel territorio italiano, l'attuale partita IVA e codice fiscale, e ha proseguito le attività operative e di gestione in Italia tramite una sede secondaria, senza alcuna riorganizzazione o trasferimento di personale nei Paesi Bassi.

Un elemento propedeutico e necessario per concludere l'operazione è stata la riduzione del capitale volontaria, effettuata ai sensi dell'articolo 2445 del Codice civile<sup>6</sup>, senza annullamento di azioni o rimborso ai soci, volta a stabilire un valore nominale unitario espresso per le azioni ordinarie pari a euro 0,01.

Tale adempimento è imposto dal diritto olandese, il quale non ammette l'emissione di azioni senza indicazione espressa del valore nominale.

La strategia alla base della trasformazione non risiede in un cambiamento del *core business* del gruppo, quanto piuttosto nella necessità di creare condizioni idonee per la crescita futura, specialmente per linee esterne.

Il beneficio principale risiede nell'introduzione di un meccanismo di voto speciale (SVS)<sup>7</sup>, potenziato rispetto all'istituto del voto maggiorato ex articolo 127-quinquies del TUF<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Articolo 2445: La riduzione del capitale sociale può aver luogo sia mediante liberazione dei soci dall'obbligo dei versamenti ancora dovuti, sia mediante rimborso del capitale ai soci, nei limiti ammessi dagli articoli 2327 e 2413.

L'avviso di convocazione dell'assemblea deve indicare le ragioni e le modalità della riduzione. Nel caso di società cui si applichi l'articolo 2357, terzo comma, la riduzione deve comunque effettuarsi con modalità tali che le azioni proprie eventualmente possedute dopo la riduzione non eccedano la quinta parte del capitale sociale.

La deliberazione può essere eseguita soltanto dopo novanta giorni dal giorno dell'iscrizione nel registro delle imprese, purché entro questo termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione.

Il tribunale, quando ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori oppure la società abbia prestato idonea garanzia, dispone che l'operazione abbia luogo nonostante l'opposizione.

<sup>7</sup> *Special Voting System*.

<sup>8</sup> Di seguito si riportano i primi due commi dell'articolo 127-quinquies, poiché sono di maggiore interesse per l'analisi:

1. Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 4.

2. Gli statuti possono altresì disporre l'attribuzione di un voto ulteriore alla scadenza di ogni periodo di dodici mesi, successivo alla maturazione del periodo di cui al comma 1, in cui l'azione sia appartenuta al medesimo soggetto iscritto nell'elenco previsto dal comma 4, fino a un massimo complessivo di dieci voti per azione. Per gli azionisti che hanno maturato la maggiorazione di cui al comma 1 e che sono iscritti nell'elenco previsto dal comma 4 alla data dell'iscrizione della delibera assembleare che modifica lo statuto ai sensi del presente comma, il periodo di maturazione ulteriore inizia a decorrere da tale data.

Questo sistema risponde a quattro obiettivi strategici:

1. flessibilità del capitale e M&A: adottare una struttura per cogliere opportunità di acquisizioni o alleanze strategiche realizzabili mediante emissioni di nuove azioni o scambi azionari con terzi.
2. premialità e stabilità: premiare e rafforzare l'azionariato di lungo termine (*loyal shareholders*), ritenuto fondamentale per supportare strategie di crescita di lungo periodo.
3. riconoscimento internazionale: beneficiare di un ordinamento giuridico (quello olandese) ampiamente riconosciuto e apprezzato dagli investitori internazionali, valorizzando la dimensione globale del *business*.
4. accesso al mercato: facilitare l'accesso al mercato dei capitali e beneficiare di un più ampio ventaglio di risorse finanziarie.
5. Il meccanismo SVS olandese, sebbene strutturato in modo simile a quello adottato da altre società domiciliate nei Paesi Bassi, si distingue per un moltiplicatore progressivo potenziato che l'ordinamento italiano non consente.

Le azioni a voto speciale si configurano nel seguente modo e in base agli anni di detenzione continuativa conferiscono ai proprietari la possibilità di esercitare diritti di voto maggiori:

- un voto addizionale per ciascuna azione ordinaria detenuta per un periodo continuativo di un anno. Pertanto, ciascuna azione ordinaria abbinandole un'azione a voto speciale, consentirà di esercitare complessivamente due voti.

Il ragionamento si replica e si estende per le azioni detenute per un periodo continuativo fino a nove anni; quindi, l'ultima classe di azioni ordinarie è costituita da quelle detenute per un periodo di nove anni e permette ai possessori di esercitare fino a dieci voti.

Il meccanismo è progressivo, con conversioni automatiche annuali in corrispondenza del raggiungimento della soglia temporale.

Le azioni a voto speciale sono azioni di categoria speciale (a differenza di quelle italiane), non sono quotate su Euronext Milan e non sono trasferibili a terzi (salvo specifiche eccezioni di *loyalty transferee*<sup>9</sup>).

Il perfezionamento dell'operazione è subordinato all'avverarsi di specifiche condizioni sospensive:

1. assenza di provvedimenti governativi che proibiscano o invalidino l'operazione;
2. l'ammontare dell'esborso per recesso e opposizione creditori non deve eccedere euro 200.000.000;
3. assenza di eventi macroeconomici o aziendali straordinari che abbiano effetti negativi sostanziali sulla società o sull'operazione;<sup>10</sup>

L'operazione è stata approvata ma circa il 17,9% del capitale sociale non ha partecipato alla votazione in modo favorevole, facendo sorgere, di conseguenza, per questi azionisti il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del Codice civile<sup>11</sup>.

La tipologia di soggetto che non ha partecipato all'approvazione dell'operazione è prevalentemente quella dei fondi di investimento.

In generale, questi enti sono spesso in contrapposizione a questo tipo di operazioni poiché vedono in maniera negativa la perdita di tutele che hanno garantite dal diritto societario italiano e le strutture di *governance* che si creano spostando la sede sociale in Olanda perché il potere dell'azionista di controllo viene rafforzato.<sup>12</sup>

Il valore di liquidazione è stato fissato a euro 13,096 per azione, calcolato sulla media dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti l'avviso di convocazione.

---

<sup>9</sup> *Loyalty transferee*: identifica un soggetto, che può essere sia persona fisica che giuridica, che riceve delle azioni senza che questo trasferimento comporti la perdita di benefici legati alla lealtà (come, per esempio, il voto maggiorato o dividendi extra).

<sup>10</sup> Relazione Illustrativa CDA sulla Proposta di Trasformazione Transfrontaliera e relativi allegati. Risorsa reperibile sul sito web della società: <https://www.brembogroup.com/it/investitori/per-gli-azionisti/assemblea-degli-azionisti>.

<sup>11</sup> Articolo 2437 Codice civile: Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti:

- a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società;
- b) la trasformazione della società;
- c) (soppressa);
- d) la revoca dello stato di liquidazione;
- e) l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dal successivo comma ovvero dallo statuto;
- f) la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso;
- g) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione.

<sup>12</sup> Verbale assemblea straordinaria 27 luglio 2023. Risorsa reperibile sul sito web della società: <https://www.brembogroup.com/it/investitori/per-gli-azionisti/assemblea-degli-azionisti>.

Con l'adozione del diritto olandese, Brembo N.V. adotta un sistema monistico (*one-tier board*<sup>13</sup>), eliminando di fatto il Collegio Sindacale. Le funzioni di vigilanza saranno di conseguenza svolte dagli amministratori non esecutivi.

- Organi e codici: Brembo N.V. adotterà il Codice Olandese di Corporate Governance (*comply-or-explain*<sup>14</sup>), mantenendo, tuttavia, un comitato controllo e rischi (*Audit Committee*) e un comitato remunerazione e nomine.
- Nomina amministratori: sarà abbandonato il meccanismo del voto di lista, utilizzato in precedenza, a favore della designazione vincolante da parte del Consiglio di Amministrazione, anche se l'assemblea ha la facoltà di privare la designazione attraverso la maggioranza assoluta.
- Assemblee: le assemblee si terranno nei Paesi Bassi (Amsterdam, Rotterdam, L'Aia o Schiphol), con un termine di preavviso di 42 giorni.

Questa migrazione societaria, benché la strategia e la *leadership* restino saldamente ancorate all'Italia, è finalizzata a ottenere una maggiore agilità statutaria e un incremento del potere di voto stabilizzato per l'azionista di controllo, fattori ritenuti decisivi per la fase di espansione e diversificazione del gruppo sui mercati internazionali.

È interessante leggere le dichiarazioni del presidente esecutivo Matteo Tiraboschi, che in un'intervista rilasciata al Corriere della Sera il 20 giugno 2023, ha spiegato che la scelta di trasferire la sede legale all'estero deriva principalmente dalla necessità di crescere dimensionalmente, attraverso acquisizioni e quindi crescita per linee esterne. Per avere però le risorse indispensabili per compiere queste acquisizioni le possibilità sono due: ricorrere al debito opzione che però non convince il management di Brembo; oppure attraverso un aumento di capitale, che risulterà più sicuro di attuare senza rischiare di perdere il controllo della società grazie all'introduzione del voto maggiorato.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Il sistema monistico, largamente utilizzato nel Regno Unito e negli Stati Uniti, si distingue da quello dualistico e tradizionale. Nel sistema monistico vi è un solo organo nominato dall'assemblea dei soci, il Consiglio d'Amministrazione e dallo stesso consiglio avviene il controllo sulla gestione della società.

<sup>14</sup> Principio per il quale o ci si adegua alla normativa o si spiega perché ci si discosta.

<sup>15</sup> Rinaldi A., 2023. "Brembo, sede legale in Olanda: «Ci servono gli strumenti per crescere anche con acquisizioni»".

Risorsa web reperibile all'indirizzo: [https://www.corriere.it/economia/finanza/23\\_giugno\\_20/brembo-va-olanda-sede-legale-sara-ad-amsterdam-3e725bd2-0f81-11ee-a963-f99c88e1a594.shtml](https://www.corriere.it/economia/finanza/23_giugno_20/brembo-va-olanda-sede-legale-sara-ad-amsterdam-3e725bd2-0f81-11ee-a963-f99c88e1a594.shtml).

### 3. Davide Campari – Milano N.V.

Il secondo esempio di trasferimento sociale che viene esaminato in questo capitolo è Davide Campari – Milano S.p.A..

L'analisi dei documenti societari evidenzia la proposta strategica di ridomiciliazione che prevede lo spostamento della sede legale dall'Italia ai Paesi Bassi e la contestuale conversione del tipo sociale da Società per Azioni (S.p.A.) italiana a *Naamloze Vennootschap* (N.V.) olandese, assumendo la denominazione di Davide Campari-Milano N.V..

L'iniziativa è stata presentata dal Consiglio di Amministrazione all'assemblea straordinaria convocata in data 27 marzo 2020 e come si evince da questo studio, questo trasferimento ha rappresentato un elemento cardine per la strategia di crescita a lungo termine del gruppo Campari, in particolare per sostenere l'espansione esterna e la stabilità aziendale nel mercato globale dei *premium spirits*<sup>16</sup>.

Le caratteristiche principali dell'operazione che è stata realizzata sono:

- il trasferimento della sede legale della Società in Olanda e la contestuale modifica dello statuto della Società finalizzata ad adottare la forma societaria di *Naamloze Vennootschap* (N.V.) di diritto olandese;
- l'introduzione di un meccanismo di voto speciale al fine di premiare l'azionariato con orientamento a lungo termine e incentivare lo sviluppo e il coinvolgimento continuativo di una base stabile di azionisti di lungo periodo, anche in funzione della realizzazione della strategia di crescita del gruppo mediante acquisizioni e integrazioni di operatori nel settore. In particolare, la versione proposta dello statuto della Società prevede di confermare e rafforzare l'istituto del voto maggiorato ai sensi dell'articolo 127-quinquies del TUF, adottato dalla società da gennaio 2015.
- l'operazione non ha determinato alcun scioglimento né liquidazione della società che ha mantenuto la propria personalità giuridica senza alcun impatto sui propri rapporti giuridici.

---

<sup>16</sup> Il termine identifica una categoria di distillati che si collocano al di sopra dei prodotti di massa per qualità delle materie prime, complessità del processo di produzione e cura del packaging.

- le azioni ordinarie della società sono continuate a essere quotate, solamente sul Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..
- la società ha mantenuto la propria residenza fiscale in Italia.
- la società ha continuato a redigere i bilanci sulla base degli IAS/IFRS.
- gli azionisti che non hanno concorso all'adozione della deliberazione sull'operazione potranno esercitare il diritto di recesso.
- il prezzo di liquidazione è stato stabilito pari euro 8,376 per azione, calcolato sulla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione.
- l'efficacia dell'operazione è subordinata alla condizione che l'ammontare in denaro da pagarsi per i recessi non superi complessivamente €150 milioni.

Più specificatamente per quanto concerne il meccanismo di voto speciale, esso viene articolato nel modo seguente, simile a quanto visto nel paragrafo precedente per Brembo, ma con alcune differenze perché l'assegnazione del voto speciale prevede la possibilità di attribuire agli azionisti *loyal* di lunga durata due voti per ciascuna azione ordinaria Campari detenuta per un periodo di due anni, cinque voti per ciascuna azione ordinaria detenuta per un periodo di cinque anni e dieci voti per ciascuna azione ordinaria detenuta per un periodo di dieci anni.

La vendita o il trasferimento delle azioni ordinarie associate, o un cambio di controllo sull'azionista, comporta la cancellazione dal registro *loyalty* e il trasferimento delle SVS alla Società senza corrispettivo, con sospensione immediata dei diritti di voto.

Le motivazioni strategiche alla base del trasferimento si articolano su tre piani:

- struttura flessibile del capitale e crescita esterna: l'operazione mirava a adottare una struttura di capitale più flessibile al fine di conciliare il mantenimento e il rafforzamento di una solida base azionaria con la possibilità di perseguire opportunità di crescita per linee esterne, come acquisizioni o alleanze strategiche, anche attraverso l'emissione di nuove azioni o scambi azionari.
- incentivazione dell'azionariato a lungo termine (*loyalty scheme*): viene introdotto un meccanismo di voto speciale potenziato rispetto al voto maggiorato italiano, per premiare in modo più efficace e incisivo gli azionisti con un orizzonte temporale di investimento di lungo periodo. Una base azionaria stabile viene considerata essenziale per supportare strategie orientate al lungo termine.

- contesto giuridico internazionale: il trasferimento in Olanda fornisce alla società un ordinamento giuridico riconosciuto e apprezzato a livello internazionale, in grado di valorizzare la dimensione globale del business raggiunta dal gruppo, pur preservando l'identità e la presenza storica della società in Italia.

A causa della potenziale natura opportunistica dei recessi dovuta alla discesa del prezzo di mercato delle azioni Campari rispetto al prezzo di recesso (dovuta in parte alla pandemia di Coronavirus), il Consiglio di Amministrazione aveva convocato una nuova assemblea straordinaria entro il 30 giugno 2020.

Questa assemblea avrebbe potuto revocare la delibera di operazione, rendendo inefficaci i recessi e annullando l'obbligo di pagamento agli azionisti recedenti, se l'esborso atteso fosse stato ritenuto antieconomico, tuttavia, questa assemblea è stata in seguito revocata poiché non sono stati ravvisati comportamenti sleali dei recedenti.

La proposta è stata approvata, ma è rilevante sottolineare come circa 227 milioni di voti, pari a circa il 17,66% dei voti rappresentati (in assemblea vi erano presenti il 79% del capitale sociale ordinario e l'85% dei diritti di voto totali) abbiano votato contrariamente al trasferimento di sede.

Dietro i voti contrari vi sono, come già era stato visto per Brembo, principalmente investitori istituzionali esteri come fondi di investimento, che si sono mostrati preoccupati circa il sistema di voto maggiorato previsto dalla legge olandese. Secondo la loro opinione, il meccanismo che sarebbe stato messo in atto avrebbe consolidato eccessivamente il controllo dell'azionista di maggioranza a discapito delle minoranze e della contendibilità del titolo.

E inoltre, alcuni hanno contestato che il trasferimento fosse motivato più da benefici legati al controllo societario che da reali esigenze operative.

A seguito della trasformazione in Davide Campari-Milano N.V., la *governance* adotterà, come da prassi, il sistema monistico olandese, sebbene con alcuni adattamenti:

- organi sociali: non sarà più previsto il Collegio Sindacale; le sue funzioni di controllo saranno integrate dal Consiglio di Amministrazione (*Board*) e da un Comitato Controllo e Rischi (*Audit Committee*).
- Consiglio di Amministrazione: il *board* sarà composto da amministratori esecutivi e non esecutivi (con funzioni di supervisione). La nomina non avverrà più con il

sistema del voto di lista, ma tramite una designazione vincolante da parte del *board*, che l'assemblea potrà rendere non vincolante solo a maggioranza assoluta.

- Codice di Corporate Governance: la società adotterà il Dutch Corporate Governance Code (DCGC), basato sul principio *comply-or-explain*.<sup>17</sup>

Campari è tornata di recente alla ribalta delle cronache, in particolare la holding lussemburghese Lagfin, per una questione che la aveva vista protagonista insieme al Fisco italiano. La capogruppo ha chiuso un accordo transattivo con l'Agenzia delle Entrate per un ammontare pari a 405 milioni di euro a fronte dell'abbandono completo della pretesa erariale che aveva il Fisco nei suoi confronti.

La cifra è pari a un terzo del valore delle azioni Campari che in ottobre erano state sequestrate dalla Guardia di Finanza in merito a un'indagine che aveva rilevato circa 1 miliardo di euro di presunte imposte non pagate relativamente al periodo 2018-2020.

Questa transazione prevede il pagamento della cifra in più rate, diminuendo quindi l'impatto finanziario sulla società e contribuisce a ridurre l'incertezza che si era creata e aiuta a restituire stabilità all'azionariato.<sup>18</sup>

#### **4. MediaforEurope N.V.**

L'assemblea straordinaria di Mediaset S.p.A., in data 23 giugno 2021, ha deliberato il trasferimento della sede legale, aggiungendo quindi la stessa all'elenco di società italiane che hanno deciso di spostare la propria sede all'estero per motivi di *governance* societaria.

Per Mediaset, questo passaggio ha significato lo spostamento della sede sociale ad Amsterdam e l'adozione della forma giuridica di *Naamloze Vennootschap* (N.V.), ridenominata *MFE-MEDIAFOREUROPE N.V.*, in un momento storico caratterizzato dalla necessità di aggregazione tra i *broadcaster* tradizionali per fronteggiare lo strapotere

---

<sup>17</sup> Verbale assemblea straordinaria 27 marzo 2020. Risorsa reperibile sul sito web della società all'indirizzo: <https://www.camparigroup.com/it/page/investors/informazioni-azionisti>.

<sup>18</sup> Di Cristofaro C., 2025. "Campari sale su possibile accordo Lagfin per contenzioso fiscale." Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.ilsole24ore.com/art/campari-sale-possibile-accordo-lagfin-contenzioso-fiscale-AIQI3vK>.

dei giganti del comparto OTT (*Over-the-Top*) come *Netflix*, *Amazon Prime* e *Disney Plus*.<sup>19</sup>

Il mercato dei media europeo è stato storicamente frammentato lungo i confini nazionali, un limite strutturale che impediva alle aziende locali di raggiungere economie di scala paragonabili ai *competitor* statunitensi.

Come è emerso dalla relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione, la scelta dell'Olanda non risponde a logiche di arbitraggio fiscale dal momento che la residenza fiscale è rimasta in Italia, bensì, come si è visto nei precedenti casi, a esigenze di flessibilità operativa e di *governance*.

L'ordinamento olandese, come si è già analizzato, offre un quadro normativo particolarmente favorevole alle holding internazionali. La possibilità di creare un polo europeo richiedeva pertanto una struttura che facilitasse fusioni e acquisizioni internazionali (*M&A*).

Il trasferimento ha permesso a Mediaset di porsi come aggregatore, consolidando inizialmente le attività italiane e spagnole (*Mediaset España*) e gettando le basi per l'integrazione con la tedesca ProSiebenSat.1.

Mediaset di recente è riuscita a consolidare il suo controllo all'interno dell'entità tedesca, di cui possiede il 75%, riuscendo quindi a mantenere fede al progetto di creare un polo europeo di *media*.<sup>20</sup>

Una delle novità discusse nell'Assemblea del giugno 2021 riguarda l'adozione del sistema di amministrazione monistico (*one-tier board*). A differenza del sistema dualistico o di quello tradizionale italiano, il modello monistico prevede la presenza di un unico organo, il Consiglio di Amministrazione, composto sia da amministratori esecutivi (che gestiscono operativamente l'azienda) che da amministratori non esecutivi (con funzioni di vigilanza).

---

<sup>19</sup> Il Post, 2021. "Perché Mediaset sposterà la propria sede legale nei Paesi Bassi." Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.ilpost.it/2021/06/24/mediaset-olanda-berlusconi-fininvest-vivendi/>.

<sup>20</sup> Pica P., 2025. "Vittoria di Mfe-Mediaset, presa la tedesca ProSieben: nasce un gruppo da 300 milioni di spettatori."

Nello statuto di MFE, questa struttura è stata declinata per garantire un monitoraggio costante e una maggiore velocità decisionale.

La soppressione del Collegio Sindacale, tipico della S.p.A. italiana, è stata compensata dall'istituzione di un comitato per il controllo interno e i rischi composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e indipendenti. Questa architettura di *governance* è maggiormente comprensibile agli investitori internazionali e si allinea ai *best practice* del *Dutch Corporate Governance Code*.

Un elemento cardine della trasformazione, spesso al centro di tensioni tra i grandi azionisti, è stato il meccanismo del voto maggiorato.

Il diritto olandese, come abbiamo già visto, consente di premiare gli azionisti a lungo termine attraverso l'assegnazione di azioni speciali con diritti di voto multipli. Nel caso di Mediaset, questo schema ha permesso a Fininvest di mantenere un controllo saldo sulla società pur facilitando l'ingresso di nuovi capitali o l'emissione di nuove azioni per acquisizioni.

L'Assemblea ha approvato un piano in cui gli azionisti fedeli possono ottenere fino a dieci voti per ogni azione ordinaria posseduta, a condizione che ci sia il mantenimento del titolo per un periodo prolungato.

Questa stabilità è considerata vitale per una società che opera nel settore dei contenuti culturali e dell'informazione, dove la coerenza editoriale e la visione a lungo termine sono fattori critici di successo.

Il trasferimento della sede all'estero ha attivato il diritto di recesso per i soci che non hanno concorso all'approvazione della delibera, ai sensi dell'art. 2437 del Codice Civile. Il valore di liquidazione è stato determinato in conformità alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione, risultando pari a euro 2,181 per azione.

Tuttavia, un aspetto tecnico di grande interesse nel verbale è il coordinamento tra la parte straordinaria (trasferimento sede) e quella ordinaria (distribuzione dividendi). L'Assemblea ha approvato un dividendo straordinario di 0,30 euro per azione. Per evitare una distorsione del valore a danno della società, è stato stabilito che il valore di liquidazione per i recedenti venisse ridotto dello stesso importo del dividendo, fissandolo a 1,881 euro.

Questo passaggio riflette l'attenzione del CdA nel bilanciare i diritti dei soci uscenti con la preservazione del patrimonio sociale necessario per il piano industriale.<sup>21</sup>

Sebbene il verbale si focalizzi sulle procedure formali, il contesto in cui l'assemblea si è svolta è quello della storica pace tra Mediaset e il gruppo francese Vivendi.

Dopo anni di battaglie legali legate al mancato acquisto di Mediaset Premium e ai successivi tentativi di scalata, il trasferimento in Olanda è stato possibile grazie a un accordo transattivo globale.

Vivendi si è impegnata a votare a favore del trasferimento e a ridurre gradualmente la propria quota nel capitale di Mediaset nell'arco di cinque anni. Questo "disimpegno concordato" ha eliminato l'incertezza giuridica che aveva bloccato il precedente tentativo di fusione (progetto MediaForEurope 2019), fornendo la necessaria stabilità per l'esecuzione della nuova strategia.<sup>22</sup>

Un punto fondamentale della delibera riguarda l'impegno a mantenere la residenza fiscale in Italia.

Questo significa che MFE continuerà a pagare le imposte sugli utili prodotti in Italia al fisco italiano, dissipando le critiche su una possibile fuga di capitali.

La sede di Amsterdam funge solamente da "testa" finanziaria e legale del gruppo, mentre i centri di produzione televisiva di Cologno Monzese e Roma rimangono il motore operativo dell'azienda.

Questa distinzione tra sede legale e residenza fiscale è comune in molte multinazionali e permette di beneficiare di un diritto societario moderno senza recidere il legame con il territorio d'origine, che per Mediaset rappresenta non solo il mercato principale ma anche il bacino culturale di riferimento per la creazione di contenuti.

---

<sup>21</sup> Verbale assemblea straordinaria 23 giugno 2021. Risorsa reperibile sul sito web della società: <https://www.mfemediaforeurope.com/it/events/assemblea-degli-azionisti/>.

<sup>22</sup> Il Post, 2021. "Perché Mediaset sposterà la propria sede legale nei Paesi Bassi." Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.ilpost.it/2021/06/24/mediaset-olanda-berlusconi-fininvest-vivendi/>.

## 5. Considerazioni finali

Dall'analisi di questi tre casi, risulta evidente che la ragione dietro la scelta di trasferire la sede legale all'estero risiede nella possibilità concessa dalla legislazione olandese di adottare, tramite un sistema e un meccanismo collaudato e riconosciuto internazionalmente, il voto maggiorato fino a una proporzione di 1:10.

Difatti l'opinione spesso diffusa che una società opti per spostare la sede all'estero per usufruire di agevolazioni fiscali e di tassazioni "più leggere" è smentita dal fatto che la maggioranza dei trasferimenti di sede legale non prevede che avvenga lo stesso anche per la sede fiscale.

In realtà, il diritto societario olandese permetterebbe l'adozione di un meccanismo di voto maggiorato senza alcun limite quantitativo nella proporzione e nel limite di tempo di detenzione delle azioni, ma la decisione di stabilire a dieci la proporzione nei diritti di voto che può concedere una sola azione non è casuale, ma rappresenta un punto di equilibrio strategico tra due esigenze opposte: il desiderio della proprietà di "blindare" il controllo della società e l'accettazione da parte del mercato, in particolare da parte degli investitori istituzionali.

L'unico vincolo che è posto è quello di rispettare i principi di ragionevolezza, correttezza e parità di trattamento degli azionisti.

È fondamentale poi sottolineare che queste operazioni societarie sono avvenute dopo l'entrata in vigore del DDL Capitali che ha esteso il limite del voto maggiorato da tre a dieci voti per azioni in Italia, confermando quindi la volontà della politica italiana di rendere il proprio sistema economico più appetibile e in linea con gli altri Stati europei e che la soglia rappresentata da dieci voti per azione è ormai lo standard accettato dal mercato poiché permette di mantenere l'equilibrio tra gli interessi degli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza.

Al momento in Italia, questa possibilità di alzare il limite del voto maggiorato a dieci voti è stata adottata da sole undici società sulle settanta che hanno introdotto nel corso degli anni nei loro statuti il voto maggiorato ai sensi dell'articolo 127 quinquies del TUF.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> Consob. Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/voto-maggiorato-e-plurimo>.

## CAPITOLO III

### METODOLOGIA E ANALISI EMPIRICA

#### 1. Premessa

In seguito ad aver analizzato in modo generale il fenomeno del trasferimento di sede legale, cercando di fornire un punto di vista il più ampio possibile per quanto riguarda la normativa e i riflessi economici dietro le motivazioni che spingono a effettuare questo tipo di pratica - e dopo aver approfondito tre casi emblematici di società italiane che hanno eseguito questo tipo di operazione - il focus di questo capitolo sarà quello di offrire un approccio più empirico e metodologico riguardo questo tema.

È stato possibile compiere questo approfondimento grazie al *paper* intitolato "Così non fan tutte. *An analysis of Italian companies moving abroad*" (2023) realizzato dal Centro di Ricerche Finanziarie sulla Corporate Governance (FIN-GOV) dell'Università Cattolica del Sacro Cuore, in collaborazione con Assogestioni.

#### 2. Definizione e descrizione del campione

Il documento prende in considerazione un campione di società italiane tra il 2000 e il 2021, concentrandosi sulle grandi imprese italiane che, al termine dell'anno 2021, hanno registrato una capitalizzazione di mercato<sup>1</sup> di almeno un miliardo di euro.

Le considerazioni che seguiranno saranno riferite a questo campione osservato, ma, poiché l'analisi effettuata nel *report* si ferma al 2021, si è scelto di estendere il periodo di osservazione fino a tempi più recenti. In tale contesto, l'unico trasferimento di sede sociale che rientra nei parametri fissati è quello di Brembo, il cui caso è stato anche esaminato nel capitolo precedente.

---

<sup>1</sup> La capitalizzazione di borsa o di mercato è il valore di mercato del capitale azionario di una società, il valore complessivo delle sue azioni. Si calcola moltiplicando il prezzo di mercato delle azioni per il numero di titoli in circolazione. In base a questo parametro si classificano le società in: grande, media e piccola capitalizzazione (*large/big cap*, *mid cap* e *small cap company*), che possono essere quotate su segmenti specifici di borsa. La capitalizzazione viene associata alla liquidità del titolo, cioè alla facilità di trasformarsi in moneta a condizioni economiche il più possibile favorevoli. Di solito le azioni delle società a grande capitalizzazione sono più liquide di quelle delle *small cap*. La somma della capitalizzazione di tutti i titoli quotati dà la capitalizzazione dell'intera borsa.

Fonte: <https://www.bper.it/magazine/glossario/capitalizzazione>.

Lo studio realizzato da Massimo Belcredi, Lara Faverzani e Andrea Signori indaga su due fenomeni: il trasferimento della sede legale in un altro Stato e l'operazione di effettuare un IPO in un mercato estero.

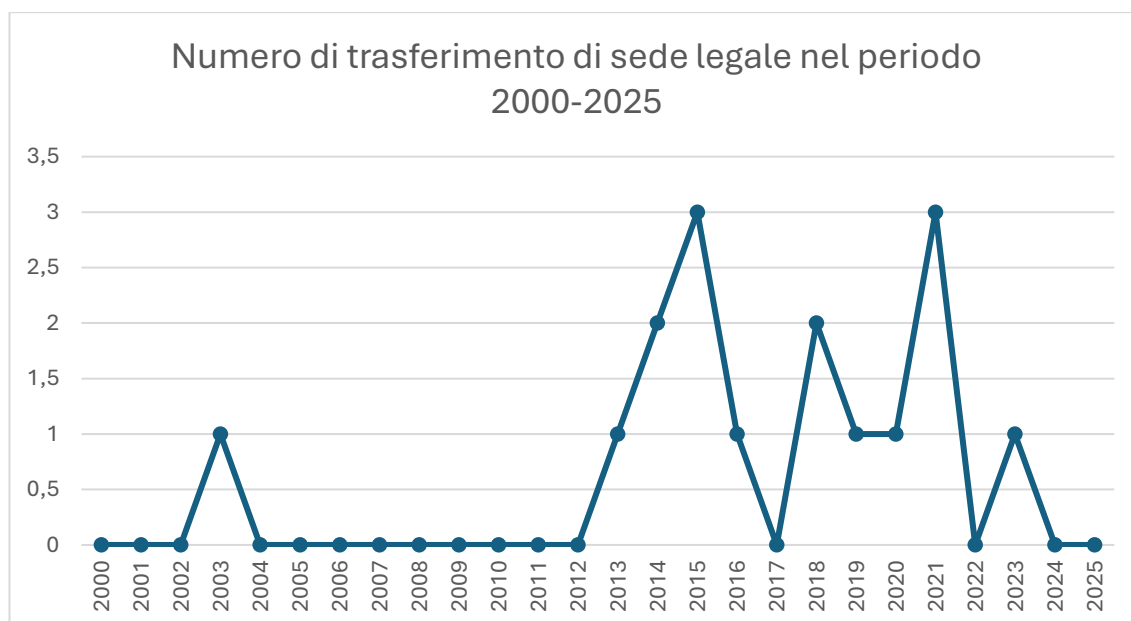
Il seguente capitolo si concentrerà sul primo tipo di operazione.

Le informazioni circa il trasferimento della sede sociale sono state ottenute combinando più banche dati: Refinitiv, *database* gestiti da giornali e istituzioni economiche italiane come il Sole 24 Ore e R&S di Mediobanca e articoli di stampa.

I dati raccolti hanno permesso di identificare un campione di sedici delocalizzazioni.

Il numero dei cambiamenti di sede è aumentato negli ultimi anni: il 93% è avvenuto dopo il 2010 - e come già ampiamente osservato nei capitoli precedenti - il paese che accoglie il maggior numero di imprese italiane all'estero è l'Olanda, con 10 società.

**Grafico 3.1: Andamento dei trasferimenti sede legale nel periodo 2000-2023**



**Fonte: Elaborazione sulla base della tabella 1, pannello A: 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*”; luglio 2023; p. 36**

Sull'asse delle ascisse del grafico sono riportati i singoli anni del periodo preso come riferimento, mentre sull'asse delle ordinate è riportato il numero di operazioni effettuate.

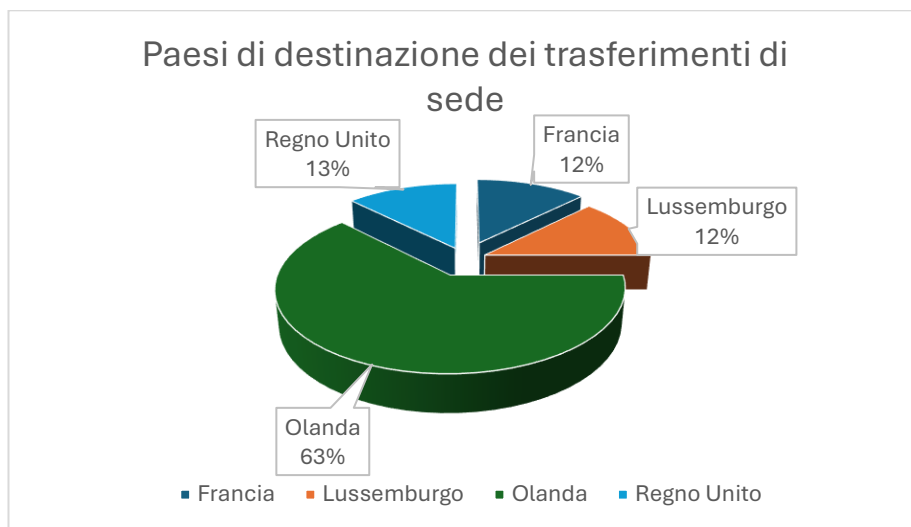
Osservando il grafico sopra riportato, è possibile notare che ben quindici su sedici trasferimenti del campione preso come riferimento sono stati effettuati a partire dall'anno 2013.

In aggiunta, è anche possibile osservare che i due picchi di questa spezzata, nella quale si sono registrati 3 trasferimenti ciascuno, corrispondono agli anni 2015 e 2021.

Il grafico evidenzia tre momenti in cui la spezzata mostra comportamenti particolari: il primo, vale a dire quello in corrispondenza degli anni 2001-2002, in cui nessuna impresa italiana ha intrapreso alcuna operazione; il secondo, in corrispondenza del periodo 2008 - 2010, in cui, di nuovo, nessuna impresa italiana ha effettuato degli spostamenti. Ciò potrebbe essere dovuto alla crisi economica e finanziaria globale causata dalla bolla immobiliare statunitense e dai cosiddetti mutui *sub-prime*, che hanno portato a una generale contrazione economica e, di conseguenza, hanno dissuaso le imprese italiane dall'intraprendere determinate operazioni all'estero.

Il terzo, è quello in corrispondenza del periodo post-crisi, ossia dal 2012-2013, nella quale i trasferimenti registrano una crescita. Nonostante, il periodo di crisi registrato a causa della pandemia Covid – 19, in corrispondenza degli anni 2020-2021, è possibile osservare che, contrariamente a quanto avvenuto per la crisi dei mutui *sub – prime*, sono state registrate le operazioni societarie oggetto di analisi: la linea del grafico, infatti, ha registrato il suo picco di massimo nell'anno 2021.

**Grafico 3.2: Paesi di destinazione dei trasferimenti di sede legale**



**Fonte: Elaborazione sulla base della tabella 1, pannello B: 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*”; luglio 2023; p. 36**

Il grafico illustra il peso percentuale dei Paesi europei scelti come destinazione per accogliere la sede legale delle società italiane, prese in osservazione.

La rappresentazione mostra i quattro principali Paesi scelti dalle grandi imprese italiane come destinazione per il trasferimento della sede legale durante il periodo di riferimento.

Si può facilmente evincere che l'Olanda è la meta preferita, selezionata dal 63% delle imprese italiane prese in considerazione e rappresentate dal campione d'osservazione. Seguono a pari merito Francia, Regno Unito e Lussemburgo, scelti dal 13% delle imprese.

Successivamente è stata effettuata una analisi comparativa con le grandi imprese di altri Paesi europei, focalizzando l'attenzione sul confronto tra quelli che sono i Paesi di origine e i paesi di destinazione del trasferimento.

Il periodo di riferimento rimane il 2000-2025, e le imprese considerate sono quelle italiane ed europee con una capitalizzazione di mercato di almeno un miliardo di euro alla fine del 2025.

Il campione di riferimento per le imprese italiane è sempre composto da sedici osservazioni. La popolazione per le altre imprese europee conta invece ventiquattro indagini.

**Tabella 3.1: Matrice trasferimenti per paese europeo di origine e paese europeo di destinazione nel periodo 2000 – 2025**

Origine	Destinazione							Totale
	Belgio	Francia	Irlanda	Lussembu	Olanda	Regno Unit	Germania	
Austria						1		1
Francia	1				1	3		5
Germania			1			5		6
Irlanda						1	1	2
Italia		2			2	10	2	16
Russia						1		1
Spagna						2		2
Svizzera			1					1
Ucraina					1		1	2
Olanda							1	1
Regno Unito			1			1		3
<b>Totale</b>	1	2	3	4	24	5	1	40

**Fonte: 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*”; luglio 2023; p. 37**

Dalla matrice che collega il paese di origine con il paese di destinazione, è possibile trarre due evidenze principali.

Innanzitutto, la matrice conferma quanto mostrato nel Grafico 3.2, ossia che i Paesi in cui le grandi società quotate italiane hanno spostato la propria sede legale sono l’Olanda, la Francia, il Lussemburgo e il Regno Unito.

In secondo luogo, la tabella evidenzia che non solo le grandi imprese italiane hanno scelto di trasferire la loro sede legale in Olanda, ma che anche diverse grandi imprese europee hanno optato per la medesima decisione.

Infatti, su un totale di quaranta grandi imprese del continente europeo che hanno effettuato il trasferimento della sede, ventiquattro hanno scelto l'Olanda come destinazione. Di queste ventiquattro, dieci sono le imprese italiane, cinque sono tedesche e tre sono francesi.

Le altre sei società sono, in via residuale, una austriaca, una irlandese, una russa, una britannica e due spagnole.

Questo suggerisce che il fenomeno dello spostamento della sede legale, non è limitato alle sole imprese italiane, ma interessa anche le altre grandi aziende europee. Tuttavia, è chiaro che, complessivamente, le imprese italiane rappresentano una quota piuttosto significativa per la tendenza assunta dal fenomeno.

Questo solleva diverse questioni: quali sono le ragioni che spingono le grandi imprese, sia italiane che europee, a trasferire la propria sede legale in Olanda? Perché questa scelta è particolarmente comune tra le imprese italiane?

Si ricapitolano di seguito quelle che sono le motivazioni principali alla base della scelta di spostare la sede:

- scopi strategici: è stato analizzato se ci siano state variazioni negli investimenti e nelle acquisizioni nell'anno del trasferimento di sede. La conclusione è che non si sono riscontrate particolari aumenti nell'attività di investimento o nei piani di acquisizione e fusione nei due anni successivi al trasferimento;
- risparmio fiscale: per quanto riguarda questa giustificazione, è stato osservato se allo spostamento della sede legale segue il passaggio anche del domicilio fiscale all'estero e come varia l'aliquota fiscale effettiva delle imprese nell'anno del trasferimento;
- *forum shopping*: per questo punto invece è stato indagato se siano stati introdotti dei CEM, studiando gli statuti delle società.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Belcredi M., Faverzani L., Signori A., 2023, "Così non fan tutte. *An analysis of Italian companies moving abroad*".

### 3. Analisi empirica delle motivazioni al trasferimento

In questo paragrafo verranno prese in considerazione solo le società italiane che hanno intrapreso questa manovra societaria negli ultimi anni.

Si è scelto di raffigurare solo le imprese italiane che hanno trasferito la sede legale in Olanda poiché rappresentano la grande maggioranza dei casi di trasferimento (come si è visto in precedenza, su 16 trasferimenti, 10 hanno visto come destinazione i Paesi Bassi).

**Tabella 3.2: Il trasferimento delle società quotate italiane in Olanda**

Ragione sociale	Anno trasferimento	Fatturato pre trasferimento (milioni €)	Fatturato 2024	Quotata	Azione a voto plurimo	Azione a voto maggiorato	Quota controllo	Modalità	Nuova denominazione	Sede fiscale
Ariston Thermo Holding S.p.A	2021	1.664	2.633	✓	✓	X	Merloni Holding S.p.A. 59%	Trasferimento	Ariston Holding N.V.	Italia
Brembo S.p.A	2024	3.849	3.841	✓	✓	✓	Nuova Forb S.r.l. 53,5%	Transformazione transfrontaliera	Brembo N.V.	Italia
Cementir Holding S.p.A.	2019	1.196	1.687	✓	X	X	Francesco Gaetano Caltagirone 66,8%	Trasferimento	Cementir Holding N.V.	Italia
Davide Campari Milano S.p.A	2020	1.842	3.070	✓	✓	✓	Lagfin S.C.A. 51,8%	Trasferimento	Davide Campari Milano N.V.	Italia
Exor S.p.A.	2016	136.360	44.472	✓	X	✓	Giovanni Agnelli B.V. 55,1%	Fusione transfrontaliera	Exor N.V.	Olanda
Ferrari S.p.A	2016	2.854	6.667	✓	X	✓	Exor N.V. 24,5%	Scissione	Ferrari N.V.	Italia
Fiat S.p.A.	2014	86.810	157.000	✓	X	✓	Exor N.V. 14,2%	Fusione transfrontaliera	Fiat Chrysler Automobiles N.V.	Regno Unito
Fiat Industrial	2013	25.8	19.85	✓	X	✓	Exor N.V. 26,9%	Fusione transfrontaliera	CNH Industrial N.V.	Regno Unito
Iveco Group	2022	12.651	15.289	✓	X	✓	Exor N.V. 27,1%	Scissione	Iveco Group N.V.	Italia
Mediaset S.p.A	2021	2.639	2.950	✓	✓	X	Fininvest S.p.A. 46,3%	Trasferimento	MFE - Mediaforeurope Holding N.V.	Italia

**Fonte: Elaborazione sulla base delle tabelle reperibili sui siti web del Corriere della Sera<sup>3</sup> e di Milano Finanza<sup>4</sup>**

Nella tabella non è rappresentata l'operazione che ha portato alla nascita di Stellantis N.V. poiché non è stata propriamente un'operazione di trasferimento legale di una società quotata italiana, in quanto Stellantis è stata il prodotto della fusione

<sup>3</sup> Bertolino F., 2023. "Brembo, Campari, Mediaset: perché le aziende italiane vanno in Olanda. E cosa si può fare per trattenerle."

Risorsa web reperibile all'indirizzo: [https://www.corriere.it/economia/finanza/23\\_agosto\\_15/brembo-campari-mediaset-perche-aziende-italiane-vanno-olanda-cosa-si-puo-fare-trattenerle-57934a9c-1f0b-11ee-bfca-f44c975a09c3.shtml](https://www.corriere.it/economia/finanza/23_agosto_15/brembo-campari-mediaset-perche-aziende-italiane-vanno-olanda-cosa-si-puo-fare-trattenerle-57934a9c-1f0b-11ee-bfca-f44c975a09c3.shtml).

<sup>4</sup> Bichicchi S., Boeris A., 2024. "Piazza Affari, le italiane vanno fuori porta. Ecco le società che hanno lasciato l'Italia e dove sono andate."

Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.milanofinanza.it/news/mercati-le-italiane-vanno-fuori-porta-ecco-le-societa-che-hanno-lasciato-piazza-affari-per-olanda-francia-202405241908575464>.

transfrontaliera tra Fiat Chrysler Automobiles N.V. (già società di diritto olandese) e il Gruppo PSA nel 2021. Stellantis, per di più, come le altre società del gruppo della famiglia Agnelli-Elkann, ha la propria sede fiscale nel Regno Unito.

Nelle prime due colonne è riportato il dato che riguarda il fatturato registrato dalle società: nella prima, è stato riportato il fatturato eseguito dalle imprese nell'anno precedente al trasferimento, mentre nella seconda è stato inserito il fatturato dell'ultimo bilancio disponibile, il 2024.

In generale, è possibile osservare che, in quasi tutte le imprese indicate, il fatturato ha registrato un incremento. Le uniche eccezioni riscontabili sono quelle relative ad Exor, CNH Industrial e Brembo che nell'anno 2024 hanno registrato un fatturato inferiore rispetto a quello dell'anno precedente all'anno di esecuzione del trasferimento.

È importante specificare e tenere presente che si tratta pur sempre di un fatturato positivo, e dal valore di miliardi di euro.

Al momento, non è possibile assumere con assoluta certezza se questo miglioramento di fatturato sia direttamente correlato al trasferimento in Olanda però risulta essere un dato importante da prendere in considerazione, soprattutto per comprendere l'entità delle imprese coinvolte.

Nella tabella 3.2 sono riepilogate anche le modalità attraverso le quali le società mettono in atto questo tipo di operazioni societarie. Un primo elemento da evidenziare è la appartenenza di queste modalità alla categoria delle operazioni societarie chiamate straordinarie transfrontaliere<sup>5</sup> che differiscono da quelle che prendono il nome di straordinarie internazionali. In entrambi i casi, si tratta di operazioni straordinarie nelle quali almeno una delle società partecipanti ha sede in Italia, e almeno un'altra società ha sede in un altro paese che non sia l'Italia. Nelle operazioni transfrontaliere però il soggetto che non è regolato dalla legge italiana, è una società con sede in un altro Stato membro; mentre nelle operazioni internazionali questo soggetto non ha sede in uno Stato membro e quindi, applica la legge di un paese non appartenente all'Unione Europea.

Le operazioni transfrontaliere possono essere di quattro tipi:

- Fusione transfrontaliera: l'istituto della fusione transfrontaliera si configura come un'operazione straordinaria che vede il coinvolgimento di almeno due

---

<sup>5</sup> Queste operazioni sono disciplinate nel D.lgs. 19/2023, Capo I “Disposizioni comuni”, art. 1 “Definizioni comuni” comma 1 lettera f: “Operazioni transfrontaliere”.

entità societarie soggette a giurisdizioni diverse, di cui necessariamente una avente sede nel territorio italiano e l'altra in un differente Stato Membro dell'Unione Europea. Tale procedura termina nell'unificazione dei soggetti preesistenti in un'unica entità giuridica, perseguibile attraverso due distinte modalità tecniche: la fusione in senso stretto (o propria) o la fusione per incorporazione (o impropria). Sotto il profilo economico-strategico, l'operazione è orientata al perseguimento di economie di scala e all'efficientamento dei processi produttivi. Gli obiettivi prevalenti risiedono nell'espansione dimensionale, nel consolidamento della competitività sul mercato e nell'ottimizzazione della struttura dei costi. L'iter procedurale è basato sulla redazione di un progetto comune di fusione, documento cardine volto a garantire la trasparenza e la certezza del diritto. In esso devono essere puntualmente indicati gli elementi identificativi delle società coinvolte (denominazione, sede legale, tipologia societaria) e la *lex societatis* di riferimento, con specifica indicazione della legge regolatrice e della sede prescelte per l'entità risultante dall'operazione;

- Scissione transfrontaliera: la scissione transfrontaliera si configura come un'operazione di riorganizzazione societaria mediante la quale un ente (società scissa) assegna l'intero proprio patrimonio, o una frazione dello stesso, a favore di una o più società beneficiarie, siano esse entità preesistenti o di nuova costituzione, aventi sede in uno Stato Membro differente. Sotto il profilo della *ratio* economica, l'operazione risponde a esigenze di semplificazione procedurale e continuità giuridica: la scissione permette infatti di evitare il duplice e oneroso passaggio della liquidazione della società dante causa e della contestuale costituzione (o aumento di capitale) dei soggetti riceventi. Tale meccanismo garantisce una maggiore efficienza operativa, assicurando la trasmissione diretta delle posizioni giuridiche soggettive. Dal punto di vista formale, l'operazione è retta dal progetto di scissione, documento nel quale devono confluire puntualmente le indicazioni e le informazioni prescritte dalle normative nazionali ed europee di riferimento, a garanzia della tutela dei soci, dei creditori e dei terzi interessati;

- Trasformazione transfrontaliera: la trasformazione transfrontaliera rappresenta l'operazione attraverso cui un ente muta il proprio assetto giuridico e la *lex societatis* di riferimento senza che ciò comporti lo scioglimento della società o la perdita della personalità giuridica originaria. Tale meccanismo si sostanzia essenzialmente in una mutazione dello statuto normativo, legata al trasferimento dell'iscrizione presso il Pubblico Registro dello Stato di destinazione. In questo contesto, l'ordinamento prescrive l'applicazione analogica delle garanzie previste per la fusione, in particolare per quanto concerne il rigore informativo del progetto di trasformazione. In definitiva, mentre la fusione e la scissione intervengono sulla struttura soggettiva e patrimoniale, la trasformazione mira a radicare l'ente in un differente ecosistema normativo, preservando integralmente la titolarità dei rapporti giuridici preesistenti;
- Trasferimento: L'adozione della terminologia relativa al termine "trasferimento" all'interno della tabella 3.2 risponde a una precisa esigenza di contestualizzazione storica, poiché le operazioni esaminate sono state portate a termine in un periodo antecedente a una definizione normativa dell'istituto. L'attuale ordinamento delinea un legame tra il semplice spostamento della sede e le operazioni straordinarie precedentemente analizzate. Ne consegue che, qualora una società deliberi la delocalizzazione della propria sede legale, la disciplina applicabile muta in funzione della giurisdizione di approdo: si configura una trasformazione transfrontaliera laddove la destinazione sia uno Stato Membro dell'Unione Europea, ovvero una trasformazione internazionale qualora il trasferimento avvenga verso uno Stato terzo. Il tutto poggia sul pilastro fondamentale della libertà di stabilimento, solennemente sancita dagli articoli 49 e 54 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE). Questo principio cardine garantisce agli operatori economici il diritto di trasferire la propria attività all'interno dello spazio giuridico europeo senza incorrere in restrizioni discriminatorie, assicurando la piena mobilità transnazionale e la salvaguardia della continuità aziendale nel mercato unico.

Ciò che invece si può osservare è se al trasferimento di sede è conseguito un beneficio fiscale, poiché un tema largamente dibattuto e che suscita spesso anche clamore

nell'opinione pubblica è il fatto che dietro la decisione di spostare la sede legale vi sia l'opportunità del *management* nel voler ricercare ordinamenti in cui la pressione fiscale è meno impattante sul bilancio rispetto all'Italia.

Come si evince dalla tabella, non sempre dopo il trasferimento della sede sociale consegue lo spostamento della sede fiscale, anzi in soli tre casi si è verificato (e sempre riguardanti il gruppo della famiglia Agnelli-Elkann) e ha visto come Paese di destinazione il Regno Unito e l'Olanda.

Come già anticipato più volte dietro la scelta di spostarsi all'estero vi è principalmente una motivazione dettata da motivi di *corporate governance* piuttosto che dalla volontà di approfittare di regimi fiscali più agevolati, e questa tesi - oltre a essere confermata dal fatto che la sede fiscale nella maggioranza dei casi è rimasta in Italia - è sostenuta anche dalle evidenze empiriche raccolte nei bilanci delle dieci società prese in esame per un periodo che copre tre anni (2022-2024) e dai risultati esposti da Belcredi nel suo *report*.

Delle dieci imprese esaminate, tre hanno deciso di trasferire la sede fiscale oltre a quella legale e in due casi la scelta è ricaduta sul Regno Unito, e ciò è coerente con la sua bassa aliquota di imposta sul reddito delle società rispetto ad altri Paesi europei.

Successivamente il focus dell'analisi si è spostato sul possibile beneficio riguardo la riduzione dell'aliquota fiscale effettiva<sup>6</sup> che potrebbe derivare dal trasferimento della sede legale.

Nei bilanci di queste società è riportata una tabella denominata "*Effective tax rate reconciliation*" in cui la società dà evidenza dell'aliquota fiscale effettiva a cui è stato sottoposto il proprio reddito, tenendo conto di sgravi, deduzioni, crediti d'imposta ed esenzioni.

Alla luce dei dati presi in esame è stato possibile osservare che per quasi tutte le imprese l'*effective tax rate* si attesta intorno al 20-30%, rimanendo in linea con le aliquote IRAP e IRES previste dalla legislazione italiana, ribadendo il fatto che lo spostamento della sede legale all'estero - e più precisamente in Olanda - non è orientato all'ottica di ricercare benefici fiscali.

Ciò viene confermato dai risultati ottenuti da Belcredi: sebbene le imprese italiane facciano registrare in prima battuta una diminuzione dell'aliquota effettiva di circa 7 punti

---

<sup>6</sup> La formula per calcolare l'aliquota fiscale effettiva è: tasse pagate diviso l'utile al lordo delle imposte.

percentuali in media dall'anno precedente a quello successivo allo spostamento; la situazione si ribalta se viene ampliato l'arco temporale di un anno, infatti, le società registrano un aumento medio di 6 punti percentuali nell'aliquota effettiva.

Per questo tipo di approfondimento è fondamentale comunque far presente quali sono le aliquote fiscali esistenti in Italia, Regno Unito e Olanda.

In Italia, l'aliquota IRES per i redditi delle società è del 24% a cui si aggiunge l'aliquota IRAP, che per le società di capitali, di persone ed enti commerciali, è normalmente del 3,90%. Le regioni italiane hanno la facoltà di modificare l'aliquota IRAP ordinaria di 0,92 punti percentuali.

Nel Regno Unito l'aliquota per le società con profitti superiori a 250 mila sterline è del 25%.

Infine, per i Paesi Bassi, l'aliquota fiscale applicata è del 19% per i primi 200.000 euro di utile e per la quota parte eccedente si applica il 25,8%.

Si può quindi facilmente intuire che l'Italia è il Paese in cui la pressione fiscale è più alta, ma dietro il trasferimento di sede legale delle società non vi è la volontà di ridurre il carico fiscale, quanto piuttosto la ricerca dei gestori delle imprese, di normative attraverso cui consolidare la propria posizione di controllo all'interno della società.

Le uniche società che oltre alla sede legale hanno spostato fuori dai confini italiani la sede fiscale fanno parte del gruppo ex Fiat e sono Stellantis, Exor e CNH.

Si sta parlando soprattutto dei casi di Exor N.V. e Stellantis N.V., dove le aliquote fiscali si registrano al di sotto del 20%.

**Tabella 3.3: Effective tax rate reconciliation di Exor N.V.**

(€ million)	Years ended 31 December	
	2023	2022
<b>Theoretical tax expense</b>	<b>2,031</b>	<b>1,474</b>
Tax effect on:		
Recognition and utilisation of previously unrecognized deferred tax assets	(2)	(36)
Permanent differences	(1,048)	(665)
Deferred tax assets not recognized and write-downs	35	119
Differences between foreign tax rates and the theoretical tax rate and tax holidays	(18)	34
Taxes relating to prior years	(4)	(28)
Other differences	101	161
<b>Total tax expense</b>	<b>1,095</b>	<b>1,060</b>
<b>Effective tax rate</b>	<b>13.91 %</b>	<b>17.98 %</b>

Fonte: Bilancio 2023 di Exor N.V.<sup>7</sup>

**Tabella 3.4: Effective tax rate reconciliation di Stellantis N.V.**

	Years ended December 31,		
	2024	2023	2022
	(€ million)		
Profit/(loss) before tax	€ 4,032	€ 22,418	€ 19,508
Income tax rate	25.8%	25.8%	25.8%
<b>Theoretical income taxes</b>	€ 1,040	€ 5,784	€ 5,033
Tax effect on:			
Differences between foreign tax rates and the theoretical applicable tax rate and tax holidays	8	(407)	(495)
Recognition and utilization of previously unrecognized deferred tax assets	(2,512)	(740)	(1,153)
Deferred tax assets not recognized and write-downs	442	—	47
Permanent differences	(5)	(470)	(406)
Tax credits	(531)	(299)	(221)
Withholding tax	57	44	21
Other differences	13	(119)	(97)
<b>Total Tax expense/(benefit)</b>	<b>€ (1,488)</b>	<b>€ 3,793</b>	<b>€ 2,729</b>
<i>Effective tax rate</i>	<i>-36.9%</i>	<i>16.9%</i>	<i>14.0%</i>

Fonte: Bilancio 2024 di Stellantis N.V.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.exor.com/sites/default/files/2024/document-documents/EXOR%202023%20Annual%20Report.pdf> .

<sup>8</sup> Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/financial-reports/Stellantis-NV-20241231-Annual-Report.pdf> .

### Tabella 3.5: *Effective tax rate reconciliation di CNH Industrial N.V.*

CNH Industrial N.V. is incorporated in the Netherlands but is a tax resident of the United Kingdom ("U.K."). The reconciliation of the differences between the provision for income taxes and the statutory rate is presented based on the weighted average of the U.K. statutory corporation tax rates in force over each of the Company's calendar year reporting periods; specifically, the tax rate are 25.0%, 23.5% and 19.0% for the years ended December 31, 2024, 2023 and 2022, respectively. Reconciliations of CNH's income tax expense for the years ended December 31, 2024, 2023 and 2022 are as follows:

(in millions of dollars)	2024	2023	2022
Tax provision at the parent statutory rate	\$ 364	\$ 635	\$ 510
Foreign income taxed at different rates	37	73	243
Change in valuation allowance	(7)	(117)	(70)
Tax contingencies	69	66	58
Tax credits and incentives	(88)	(136)	(54)
Hyper-inflationary tax impacts <sup>(1)</sup>	(64)	27	(6)
Withholding taxes <sup>(1)</sup>	26	28	3
Other	(1)	18	63
Total income tax provision (benefit)	<u>\$ 336</u>	<u>\$ 594</u>	<u>\$ 747</u>

**Fonte: Bilancio 2024 di CNH Industrial N.V.<sup>9</sup>**

Non è propriamente un argomento centrale all'interno di questo elaborato, ma è opportuno sottolineare come tutte le società siano quotate.

Tutte le società in esame sono listate sul mercato italiano ad eccezione di *CNH Industrial N.V.* che è quotata nella borsa di New York.

Alcune società invece hanno scelto di quotarsi in due o più borse azionarie, ad esempio quelle di New York, Parigi e Amsterdam, confermando quindi che, ad eccezione della sede legale e della sede fiscale che devono essere uniche, la sede di quotazione può essere più di una.

Dopo aver analizzato l'aspetto fiscale del trasferimento della sede legale, il *focus* passa all'esame delle motivazioni di *corporate governance*.

Con le ragioni di *corporate governance* si fa riferimento al gruppo di possibili spiegazioni collegate all'eventuale beneficio derivante dall'ausilio di una normativa più favorevole rispetto ad un'altra, che consente o agevola l'utilizzo di quei meccanismi che permettono un aumento del controllo societario.

Questi meccanismi sono anche conosciuti come *Control Enhancing Mechanism* (CEMs) e sono identificati come delle tecniche di *governance* che aumentano il controllo societario facendo leva sulla deviazione dal principio di proporzionalità esistente tra i diritti sui flussi di cassa e i diritti di voto.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Risorsa web reperibile all'indirizzo:

[https://s205.q4cdn.com/962820841/files/doc\\_financials/2024/ar/CNH-2024-10-K-1.pdf](https://s205.q4cdn.com/962820841/files/doc_financials/2024/ar/CNH-2024-10-K-1.pdf).

<sup>10</sup> Saggese S., 2019. "Control-Enhancing Mechanisms (CEMs)" pp 1- 8.

Questa concentrazione del controllo avviene in favore di un gruppo limitato di azionisti. Quindi, questi meccanismi fanno leva sull'aumentare la separazione tra la proprietà e il controllo di una società, fornendo così la possibilità all'azionista di controllo di aumentare il proprio potere senza dover detenere una quota di partecipazione al capitale proporzionale.

I CEMs sono raggruppati in tre categorie differenti:

- CEMs per l'aumento del controllo degli azionisti di maggioranza;
- CEMs per il mantenimento del controllo;
- Altri CEMs.

All'interno della prima categoria rientrano:

1. Azioni a voto multiplo (MVR): è una categoria di azioni che conferisce dei diritti di voto differenziati, basandosi però su un investimento di pari valore. Ad esempio, una categoria d'azione conferisce un singolo voto per unità di valore nominale, mentre una seconda categoria d'azione conferisce dieci voti per unità di valore nominale. Rientra in questa categoria, anche l'utilizzo delle azioni a voto maggiorato, dette azioni *loyalty*, che conferiscono diritti di voto differenti, a condizione che l'azionista detentore, abbia detenuto l'azione per un determinato periodo di tempo, che varia da paese a paese, in base alla specifica legislazione;
2. Azioni senza diritto di voto (senza preferenza): è una categoria d'azioni nella quale non vengono conferiti dei diritti di voto e nella quale non sono del nemmeno previsti dei particolari diritti sui flussi di cassa, per compensare l'assenza di diritti di voto;
3. Azioni senza diritto di voto (con preferenza): è un gruppo d'azioni anch'esse senza diritto di voto, ma per la quale sono previsti dei diritti speciali sui flussi di cassa;
4. Strutture piramidali: sono delle situazioni che si verificano quando un'entità, che può essere una famiglia o una società, controlla a sua volta una società, che a sua volta, detiene una partecipazione di controllo in un'altra società. Questo processo può essere ripetuto più volte. L'idea di base di tale meccanismo è che la separazione tra la proprietà e il controllo può essere ottenuta concatenando diverse società. Infatti, maggiore è il numero di società coinvolte nella piramide, maggiore è il grado di deviazione dalla proporzionalità tra proprietà e controllo,

consentendo alla società all'apice di detenere il controllo anche con una quota di partecipazione piuttosto bassa;

5. Azioni privilegiate: sono delle azioni che conferiscono ai loro titolari specifici poteri decisionali o diritti di veto, indipendentemente dalla proporzione della loro partecipazione azionaria. I diritti attribuiti ai titolari variano da società a società e possono comprendere il diritto di proporre specifici candidati per il consiglio di amministrazione, il diritto di nominare direttamente i membri del consiglio o il diritto di veto su una decisione presa nell'assemblea generale.

Nella seconda classificazione invece sono compresi:

1. Certificati di deposito: sono degli strumenti finanziari che rappresentano le azioni sottostanti di una società e che, solitamente, sono detenuti da una fondazione che amministra i diritti di voto. In questo caso, il titolare dei certificati di deposito non detiene i diritti di voto, ma solo i diritti finanziari delle azioni sottostanti. Sono emessi sul mercato e rappresentano le azioni detenute dalla fondazione, che esercita i voti;
2. Tetto ai diritti di voto: sono delle restrizioni che proibiscono agli azionisti di votare oltre una certa soglia, indipendentemente dal numero di azioni con diritto di voto in loro possesso. Possono essere espressi come una percentuale di tutti i diritti di voto in circolazione oppure come una percentuale di tutti i voti espressi in un'assemblea generale. La regola "una testa – un voto" è collegata a questo strumento;
3. Tetto alla proprietà: sono delle restrizioni al trasferimento delle azioni, in quanto proibiscono ai potenziali investitori di acquisire una partecipazione in una società oltre una certa soglia;
4. Disposizioni di super maggioranza: fanno riferimento ad una condizione indicata nello statuto societario o nella legge nazionale, per la quale è richiesta una maggioranza di azionisti superiore al 50% + 1 voto. Ne sono un esempio, l'approvazione di determinate modifiche societarie importanti, come la nomina e il recesso degli amministratori, la modifica dello statuto, la vendita o lo scioglimento dell'azienda;

Infine, in via residuale troviamo gli altri CEMs:

1. Società in accomandita per azioni: è una particolare struttura giuridica aziendale nella quale sono previste due differenti categorie di soci, senza dover fare ricorso a due differenti categorie di azioni: i soci accomandatari che gestiscono la società e i soci accomandanti, che contribuiscono con capitale proprio, ma che possiedono limitati diritti di controllo;
2. Azioni d'oro: sono delle azioni privilegiate, emesse a beneficio delle autorità governative. Conferiscono dei diritti speciali utilizzati dai governi nazionali o locali oppure da entità controllate dal governo, per mantenere il controllo nelle società privatizzate, attraverso la concessione di diritti ulteriori rispetto a quelli associati alla normale partecipazione azionaria. Permettono ai governi di bloccare acquisizioni, di limitare i diritti di voto e/o veto alle decisioni gestionali;
3. Partecipazioni incrociate: situazione in cui la società X detiene una partecipazione nella società Y che, a sua volta, detiene una partecipazione nella società X. Ne sono un esempio le partecipazioni circolari;
4. Accordi tra azionisti: sono delle alleanze formali o informali intraprese tra azionisti.<sup>11</sup>

Osservando il campione di dieci società che preso in esame, è possibile confrontare i CEMs, adottati dalle imprese italiane che hanno trasferito la propria sede legale, con quelli adottati dalle imprese europee che hanno eseguito la medesima operazione e con quelli adottati dalle imprese olandesi con sede nei Paesi Bassi.

---

<sup>11</sup> *Sherman & Sterling LLP*, 2007. “*Proportionality between ownership and control in eu listed companies: comparative legal study*”.

**Tabella 3.6: Trasferimento in Olanda: adozione dei CEMs**

	Italian firms (9 obs.)		Other EU firms (13 obs.)		Dutch firms (41 obs.)	
	no.	%	no.	%	no.	%
Multiple voting right shares						
Authorized	8	88.9	4	30.8	7	17.1
Authorized, loyalty-like	6	66.7	0	0.0	0	0.0
Issued	7	77.8	4	30.8	3	7.3
Issued, loyalty-like	5	55.6	0	0.0	0	0.0
Priority shares	2	22.2	4	30.8	6	14.6
Depository certificates	0	0.0	3	23.1	28	68.3
Unsponsored	0	0.0	2	15.4	13	31.7
Ceiling						
Voting right ceiling	2	22.2	4	30.8	0	0.0
Ownership ceiling	0	0.0	2	15.4	0	0.0
Supermajority	3	33.3	10	76.9	15	36.6
Director nomination	2	22.2	6	46.2	8	19.5
Director dismissal	3	33.3	8	61.5	9	22.0
Amendment art.of association	0	0.0	4	30.8	7	17.1
Company sale/dissolution	0	0.0	3	23.1	8	19.5
Protective foundation	0	0.0	1	7.7	22	53.7

**Fonte: Belcredi M.; Faverzani L.; Signori A. (giugno 2023) Così non fan tutte. *An analysis of Italian companies moving abroad.***

Nella tabella di cui sopra non è considerata l'operazione che ha portato Brembo a spostare la propria sede legale in Olanda perché l'orizzonte temporale si ferma al 2021, mentre Brembo ha eseguito la trasformazione transfrontaliera nel 2023, però da quel che è emerso nel secondo capitolo di questo elaborato, in cui è stato analizzato proprio il caso del trasferimento della sede sociale di Brembo la società ha scelto di introdurre le azioni a voto speciale col fine di incentivare lo sviluppo e il coinvolgimento continuativo di una base stabile di azionisti di lungo periodo.

Dall'analisi della tabella di cui sopra, pur in assenza di una trattazione esaustiva di tutti i CEMs precedentemente descritti, emerge con immediata evidenza come le società italiane oggetto di trasferimento si distinguano per un ricorso sistematico alle *Multiple Voting Rights*.

Tale tendenza marca una netta divergenza rispetto alle prassi adottate sia dai gruppi europei che dalle entità olandesi, trovando applicazione sia nella fattispecie delle azioni a voto plurimo, sia in quella delle azioni a voto maggiorato (o *loyalty shares*).

Sotto il profilo comparatistico, la diffusione di tali strumenti risulta significativamente più contenuta negli altri gruppi di imprese osservate.

Nel campione europeo, infatti, soltanto quattro imprese su tredici hanno proceduto all'autorizzazione e all'emissione di titoli a voto maggiorato; parallelamente, nel contesto olandese, a fronte di sette società su quarantuno che hanno previsto tale possibilità statutaria, solo tre hanno effettivamente dato corso all'emissione.

D'altro canto, è opportuno sottolineare come in nessuno dei due gruppi di controllo (europeo e olandese) si riscontri l'autorizzazione o l'emissione di azioni a voto maggiorato.

Per quanto concerne le azioni privilegiate, i dati evidenziano un impiego trasversale seppur limitato in tutti i campioni, con una prevalenza non determinante all'interno delle società europee.

Una contrapposizione marcata si osserva invece con riferimento ai certificati di deposito: tale strumento, del tutto assente nella compagine delle imprese italiane, risulta ampiamente diffuso tra quelle olandesi.

Diversamente, l'imposizione di tetti massimi al diritto di voto o al possesso azionario è una pratica totalmente estranea alle imprese dei Paesi Bassi, mentre trova sporadica applicazione sia nel campione italiano che in quello europeo.

Relativamente alle clausole di super maggioranza, queste risultano particolarmente frequenti nelle società europee, sebbene non manchino casi di applicazione anche tra le entità italiane e olandesi.

Un tratto di peculiare rilievo sistematico risiede nel fatto che il 50% delle imprese olandesi analizzate faccia ricorso alle fondazioni protettive.

Si tratta di istituti tipici dell'ordinamento dei Paesi Bassi che, agendo in sinergia con i CEMs, operano come presidi difensivi atti a contrastare scalate ostili o offerte pubbliche d'acquisto non sollecitate.

In conclusione, le evidenze raccolte suggeriscono che la principale *ratio* sottostante la decisione delle società italiane di trasferire la propria sede legale in Olanda non sia da ricercare in motivazioni generiche, bensì nella specificità della disciplina dei CEMs, con particolare riferimento alla flessibilità e ai benefici garantiti dal regime delle azioni a voto plurimo e maggiorato.<sup>12</sup>

Lo stesso Belcredi insieme al suo gruppo di lavoro ha analizzato quali sono le implicazioni dell'adozione di azioni MVR sulle dinamiche del controllo societario

---

<sup>12</sup> Craviotto V., 2024. "Le imprese italiane in Olanda: trasferimento della sede legale e azioni MVR."

all'interno del campione di imprese italiane prese in considerazione, confrontando le evidenze ottenute con il campione di società europee.

Dai risultati ottenuti si può notare che le aziende italiane sono caratterizzate da un assetto societario molto più concentrato rispetto alle imprese europee e soprattutto nei confronti delle olandesi.

La concentrazione diventa ancora più evidente se si considerano i diritti di voto, dove, in media, le società italiane hanno una percentuale pari al 59%, mentre per il campione europeo la percentuale si attesta intorno 39% e 22% per le olandesi.

La separazione tra proprietà e controllo si può misurare attraverso il cuneo tra diritti di voto e diritti sui flussi di cassa, anche detto in gergo tecnico *wedge*, associato alla posizione dell'azionista principale, e dai dati in possesso questa differenza si attesta intorno al 16,5%.

Nelle imprese olandesi questo cuneo è praticamente nullo, rimarcando dunque la volontà degli azionisti di maggioranza italiani, che attraverso l'uso di azioni a voto maggiorato, hanno l'obiettivo di consolidare la propria posizione di potere detenendo un numero di azioni minimo.

Difatti, è interessante osservare come nelle imprese italiane, la percentuale di azioni ordinarie detenute dall'azionista di maggioranza è in media pari al 42%, soglia che sulla carta non permetterebbe di avere la maggioranza assoluta nelle scelte strategiche delle società, ma che attraverso il sistema di azioni a voto maggiorato, invece è reso possibile.

Questa caratteristica è ancora più esasperata nei casi delle società del gruppo Exor, dove l'azionista di maggioranza detiene in media una percentuale di azioni ordinarie pari al 22%, a fronte di una percentuale di diritti di voto pari al 36%.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Belcredi M.; Faverzani L.; Signori A. (giugno 2023) *Così non fan tutte. An analysis of Italian companies moving abroad.*

**Tabella 3.7: Percentuale di azioni ordinarie e di diritti di voto detenute dai principali azionisti**

Società	Principale azionista	% di diritti ai flussi di cassa	% di diritti di voto	Wedge	Leva azionaria
Ariston	Merloni Holding S.p.A.	59%	79,57%	20,57%	1,35
Brembo	Nuova Fourb S.r.l.	53,56%	81,07%	27,51%	1,51
Campari	Lagfin S.C.A.	50,82%	82,17%	31,35%	1,62
Cementir	Francesco Gaetano Caltagirone	66,75%	66,75%	0,00%	1,00
CNH	Exor N.V.	26,90%	45,30%	18,40%	1,68
Exor	Giovanni Agnelli B.V.	55,07%	85,30%	30,23%	1,55
Ferrari	Exor N.V.	21,20%	32,20%	11,00%	1,52
Iveco	Exor N.V.	27,10%	43,10%	16,00%	1,59
Mediaset	Fininvest S.p.A.	46,30%	47,40%	1,10%	1,02
Stellantis	Exor N.V.	15,50%	23,90%	8,40%	1,54

**Fonte: Elaborazione dati sulla base delle informazioni sugli azionariati dalle società reperibile sui rispettivi siti web.**

Dalle informazioni raccolte, tra queste dieci società italiane che hanno trasferito la sede legale in Olanda, solo Cementir non ha adottato azioni a voto maggiorato.

Nella rappresentazione grafica sopra riportata, oltre a essere riportato il *wedge*, esplicativo della differenza tra percentuale di diritti di voto e percentuale di diritti ai flussi di cassa, è stata calcolata anche la leva azionaria, come rapporto tra *voting rights* e *cash flow rights*.

Questo ultimo indicatore è molto esemplificativo, e più è alto il valore più l'azionista principale riesce ad avere il controllo della struttura societaria con meno investimento nel capitale.

Questi risultati derivano per l'appunto all'adozione delle azioni a voto maggiorato, che incidono sulla percentuale di diritti di voto, piuttosto che sul diritto ai dividendi che non possono venire intaccati dalle azioni a regime speciale.

Di seguito, per completezza, si riporta anche la tabella realizzata da Belcredi nel suo lavoro e dalla quale si è partiti per impostare l'analisi sulla percentuale di azioni ordinarie e di diritti di voto detenuti e in particolare sulle considerazioni riguardo il differenziale tra diritti di voto e diritti sui flussi di casa. Occorre però ricordare che l'elaborato di Belcredi si basa su dati osservati fino al 2021 e che potrebbero di conseguenza differire da quelli estrapolati dai siti web delle società nel 2026.

**Tabella 3.8: Implicazioni del trasferimento in Olanda su proprietà e controllo**

	Italian firms (9 obs.)		Other EU firms (13 obs.)		Dutch firms (41 obs.)	
	mean	median	mean	median	mean	median
<i>Panel A. Current situation</i>						
Ownership rights (%)	40.8	49.3	33.8	26.4	22.4	13.3
Voting rights (%)	55.3	61.8	39.2	45.3	22.4	13.3
VR-OR wedge (%)	14.5	11.8	5.4	0.0	0.0	0.0
<i>Panel B. At loyalty completion</i>						
Voting rights (%)	64.0	65.9	39.2	45.3	22.4	13.3
VR-OR wedge (%)	23.2	15.4	5.4	0.0	0.0	0.0
OR to control 1/2 of VRs (%)	20.8	9.1	39.9	50.0	47.3	50.0
OR to control 1/3 of VRs (%)	12.5	4.8	26.1	33.3	31.4	33.3

**Fonte: Belcredi M.; Faverzani L.; Signori A. (giugno 2023) Così non fan tutte. *An analysis of Italian companies moving abroad.***

## CAPITOLO IV

### DISCUSSIONE DEI RISULTATI E CONSEGUENZE

#### **1. Implicazioni ed effetti dello spostamento di sede legale sulla competitività dell'economia italiana**

L'analisi condotta nei capitoli precedenti ha permesso di delineare con precisione i contorni di un fenomeno che, pur inserendosi nel segno della libertà di stabilimento garantita dal diritto dell'Unione Europea, assume per l'Italia le caratteristiche di una sfida strutturale alla tenuta e competitività del proprio sistema economico e industriale.

Il trasferimento della sede legale di gruppi societari di grandi dimensioni e di grande importanza verso giurisdizioni come i Paesi Bassi non rappresenta unicamente un'operazione di riassetto giuridico-formale, ma si configura come un segnale sintomatico di un contrasto profondo tra le esigenze di governance delle imprese globalizzate e la normativa nazionale.

Lo spostamento di entità del calibro del gruppo Fiat, Campari, Mediaset, e, più recentemente, Brembo, impone una attenta considerazione sulle implicazioni sistemiche che tale tendenza impatta sulla competitività dell'economia italiana, analizzando se le recenti risposte legislative, culminate nel DDL Capitali, siano sufficienti a invertire una rotta che appare ormai tracciata.

Le evidenze empiriche raccolte suggeriscono che la perdita di centralità del sistema economico italiano non sia legata a una differenza di pressione fiscale, bensì a una ricerca di agilità statutaria e di stabilità del controllo proprietario.

Come osservato attraverso l'esame dei casi Brembo, Mediaset e Campari, la scelta dell'Olanda risponde alla necessità di blindare la leadership aziendale attraverso meccanismi di voto maggiorato che, fino a tempi recenti, l'ordinamento italiano offriva solo in forma estremamente limitata.

Questo fenomeno di *forum shopping* normativo incide direttamente sulla competitività del sistema-paese, poiché la delocalizzazione della sede legale, pur mantenendo spesso la residenza fiscale in Italia, comporta una progressiva erosione dell'influenza del diritto societario nazionale e, di riflesso, della capacità dell'Italia di attrarre nuovi capitali internazionali.

Quando una società trasferisce la propria "testa" giuridica all'estero, essa si sottrae al controllo degli organismi di vigilanza nazionali.

Tale dinamica genera un effetto di spiazzamento per il mercato dei capitali italiano, la cui capitalizzazione rispetto al PIL rimane, come evidenziato dai rapporti OECD e dal Libro Verde del 2022, notevolmente inferiore rispetto a quella delle principali controparti europee.

La riduzione del numero di società quotate sull'Euronext Milan, a fronte di una crescita di mercati più flessibili, evidenzia una difficoltà strutturale dell'Italia nell'offrire alle imprese un ecosistema che sappia conciliare la tutela delle minoranze con le ambizioni di consolidamento del potere dei soci di controllo.

Il rischio concreto è che Piazza Affari possa trasformarsi in un mercato periferico, dominato da piccole e medie imprese con limitata proiezione internazionale, mentre i grandi campioni nazionali scelgono mercati esteri per finanziare i propri piani di espansione globale.

L'implicazione di lungo periodo riguarda la capacità di attrazione degli investitori istituzionali: se i principali *players* italiani vengono governati secondo leggi straniere, l'attrattività del sistema Italia come *hub* finanziario autonomo viene compromessa.

Sotto il profilo dell'analisi degli effetti economici, è necessario considerare come la separazione tra sede legale, sede fiscale e base operativa possa creare, nel tempo, un indebolimento del legame tra l'impresa e il territorio. Sebbene i casi analizzati mostrino una resilienza del domicilio fiscale in Italia, la storia economica insegna che lo spostamento del baricentro giuridico è spesso il preludio a una migrazione delle funzioni apicali di staff e, successivamente, delle decisioni strategiche di investimento. La competitività di un'economia non si misura solo attraverso il gettito tributario immediato, ma anche tramite la capacità di mantenere i centri decisionali all'interno dei confini nazionali. La perdita di queste "teste pensanti" riduce l'indotto dei servizi ad alto valore aggiunto, dalle consulenze legali alla finanza strutturata, che tendono a gravitare attorno alla sede legale e ai mercati di quotazione più dinamici.

Il legislatore italiano ha tentato di rispondere a questa emorragia di competitività attraverso il DDL Capitali del 2024, introducendo riforme significative in materia di voto maggiorato e plurimo. L'innalzamento del limite di voto per azione fino a dieci rappresenta un tentativo diretto di allineare l'ordinamento italiano agli standard olandesi,

cercando di offrire agli imprenditori nazionali quegli stessi strumenti di protezione del controllo che avevano motivato le precedenti delocalizzazioni. Tuttavia, l'efficacia di tale intervento deve essere valutata con cautela. Come emerge dai dati Consob, l'adozione di questi nuovi strumenti è ancora limitata e il sistema olandese gode di un vantaggio competitivo derivante da decenni di giurisprudenza consolidata e da una flessibilità statutaria che va oltre il semplice calcolo dei voti. La competitività non si recupera solo per via normativa, ma attraverso la costruzione di un clima di fiducia e stabilità che il sistema Italia ha faticato a garantire negli ultimi decenni.

Un'ulteriore implicazione critica riguarda il ruolo degli investitori istituzionali e dei fondi di investimento. Come rilevato nelle assemblee di Brembo e Campari, una parte significativa del capitale istituzionale ha manifestato opposizione al trasferimento di sede, temendo che l'adozione di sistemi di voto potenziati possa ledere la contendibilità del controllo e la trasparenza della governance.

Questa tensione pone l'Italia di fronte a un bivio: per trattenere i propri campioni industriali è necessario concedere privilegi ai soci di controllo, ma tali privilegi rischiano di allontanare il capitale internazionale che predilige il principio "una azione, un voto". La sfida per l'economia italiana sarà quella di rimanere competitiva e ciò dipenderà dunque dalla capacità di trovare un punto di equilibrio tra queste due esigenze contrapposte, evitando che la rincorsa all'adeguamento e omogeneizzazione ai modelli esteri si traduca in una debolezza strutturale nella tutela degli investitori esterni.

L'introduzione del DDL Capitali, divenuto legge numero 21 il 5 marzo del 2024 ha rappresentato per l'Italia un nuovo punto di partenza nel migliorare la propria attrattività e competitività nei confronti dei colleghi europei.

All'articolo 13, la norma modifica la disposizione dell'articolo 2351 comma 4 del Codice civile in materia di voto plurimo sancendo l'incremento da tre a dieci i voti assegnabili per azione.

Per quanto concerne le società quotate e il tema del voto maggiorato invece il DDL Capitali interviene sull'articolo 127-quinquies del TUF, prevedendo che – oltre alla possibilità di attribuire il voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ogni azione posseduta dallo stesso soggetto per non meno di ventiquattro mesi – gli statuti possono prevedere l'attribuzione di un ulteriore voto per azione alla scadenza di ogni periodo successivo di possesso continuato di dodici mesi, fino a un massimo complessivo di dieci

voti per azione, qualora però lo statuto preveda in prima battuta il voto maggiorato nella misura minima di due voti per azione.<sup>1</sup>

Per le società quotate dunque, grazie alla legge 21/2024, è concesso presentare nello statuto inizialmente il voto maggiorato nella misura di due voti per azione e in un secondo momento introdurre la clausola per poter ampliare tale misura.<sup>2</sup>

L'inserimento del nuovo limite ai voti assegnabili per azione è recente ma è già stato adottato da tredici società su settanta prevedono nel proprio statuto le azioni a voto maggiorato.<sup>3</sup>

## 2. Prospettive future

A seguito dell'analisi condotta, emergono diverse questioni di rilievo ancora aperte, la principale delle quali riguarda l'effettiva diffusione del fenomeno descritto.

Vi è infatti il fondato timore che, quanto osservato, non costituisca un evento isolato, bensì l'inizio di un percorso sistemico più articolato, capace di coinvolgere l'intero tessuto societario italiano e non soltanto i grandi gruppi industriali.

Difatti l'elaborato ha preso in esame le grandi società quotate, per le quali reperire informazioni è più semplice, in quanto hanno una serie di obblighi informativi verso l'esterno e per le quali anche l'opinione pubblica pone maggiormente l'attenzione dedicando articoli di giornali e servizi sulle televisioni e di conseguenza non è detto che le piccole e medie imprese non abbiano già provveduto ad attuare operazioni simili.

Tale dinamica potrebbe svilupparsi lungo rotte eterogenee, interessando in prima battuta il profilo del gettito fiscale: sebbene allo stato attuale la situazione appaia contenuta, con i flussi tributari ancora prevalentemente radicati nel territorio nazionale, le evidenze disponibili non consentono di escludere mutamenti strutturali nel prossimo futuro, ed è plausibile pensare che nelle strategie dei *manager* delle grandi società possa esserci l'idea di spostare la sede fiscale e che ciò possa avvenire in un secondo momento rispetto il trasferimento di sede legale possa essere caratterizzato da comportamenti

---

<sup>1</sup> Cengia C., Annunziata A., Cingolani G., 2024. "Le principali novità del DDL Capitali." Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://blog.pwc-tls.it/it/2024/03/08/le-principali-novita-del-ddl-capitali/>.

<sup>2</sup> Magliulo F., 2024. "La nuova disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato nella legge a sostegno della competitività dei capitali."

<sup>3</sup> Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/voto-maggiorato-e-plurimo>.

opportunistici e dalla volontà di far calmare le acque dopo che il passaggio della sede sociale ha destato clamore nel mondo finanziario-economico.

Non si può infatti ignorare l'eventualità che le società citate finora optino per strategie analoghe a quelle storicamente intraprese dal Gruppo Fiat, decidendo di traslare la propria sede fiscale verso giurisdizioni estere, quali Londra o Amsterdam, con conseguente riduzione delle entrate per l'Erario italiano.

Una seconda direttrice critica concerne il mercato dei capitali e le sedi di quotazione, poiché, nonostante le imprese con sede legale in Olanda abbiano finora mantenuto il *listing* a Piazza Affari, mancano elementi certi per escludere che tali soggetti possano in futuro intraprendere IPO su piazze finanziarie estere, abbandonando definitivamente il contesto nazionale.

Un eventuale esodo verso i mercati di Londra o New York determinerebbe un sensibile impoverimento del mercato dei capitali italiano, data l'elevata capitalizzazione dei soggetti coinvolti e ciò potrebbe avere ripercussioni forse ancora più gravi del "semplice" trasferimento di sede legale.

Attualmente, l'attitudine del legislatore italiano non sembra riflettere una preoccupazione eccessiva, come desumibile dai recenti interventi contenuti nel DDL Capitali, i quali appaiono marcatamente orientati al segmento delle piccole-medie imprese e alla semplificazione delle procedure di accesso al mercato, piuttosto che al trattenere in Italia gli emittenti già quotati.

L'assenza nel disegno di legge di misure specifiche volte a mitigare il rischio di erosione del gettito fiscale suggerisce che tali criticità non siano ancora considerate prioritarie, o che il Governo, consapevole dell'irreversibilità di certi passaggi all'estero, abbia preferito una strategia difensiva volta a incentivare l'ingresso di nuovi *player* piuttosto che il rimpatrio di quelli che già si sono trasferiti.

In tale scenario, assume certamente un valore fondamentale la riflessione sulla deroga al principio proporzionale "un'azione, un voto", storico cardine della democrazia societaria, la cui disgregazione è iniziata nel 2014 con il Governo Renzi proprio quando Fiat e Fiat Industrial hanno intrapreso le operazioni di fusione e trasferimento in Olanda.

L'introduzione delle azioni a voto plurimo e maggiorato all'interno del Decreto Competitività può essere letta come una reazione normativa, quasi un tentativo di correre

ai ripari cercando di allinearsi ai vantaggi competitivi dell'ordinamento olandese per disincentivare ulteriori fughe.

Tuttavia, il persistere del fenomeno negli anni successivi suggerisce che tali modifiche non abbiano pienamente sortito gli effetti sperati, portando l'attuale Governo a intervenire nuovamente con il DDL Capitali divenuto Legge numero 21 del 2024, pur focalizzandosi maggiormente sulle imprese di minori dimensioni.

La conseguenza è che gli interventi proposti, più che un tardivo tentativo di rincorrere le società già trasferite o una mera omologazione agli *standard* degli altri Paesi europei, possono essere interpretati come il tentativo di delineare un nuovo paradigma di *governance* che concili le esigenze di apertura al capitale con il mantenimento del controllo familiare, elemento tipico del capitalismo italiano, e la contestuale tutela delle minoranze.

Pertanto, la revisione della regola della proporzionalità azionaria, secondo le modalità attuate dal legislatore nazionale, si configura come un intervento moderato e contenuto rispetto a ciò che prevedono altri ordinamenti, in particolare quello olandese.

Difatti in Olanda non esistono particolari limiti legislativi al numero di azioni che si possono assegnare, gli unici limiti sono delineati dai principi di ragionevolezza e di parità di trattamento e da ciò che ogni società prevede nel proprio statuto.

Mentre in Italia esistono restrizioni più stringenti, disciplinate dall'articolo 127-quinquies del TUF e che prevedono la possibilità di attribuire il voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per non meno di ventiquattro mesi. Gli statuti possono attribuire un ulteriore voto – fino a un massimo complessivo di dieci – per ogni azione alla scadenza di ogni periodo consecutivo di possesso di dodici mesi.<sup>4</sup>

Gli effetti del trasferimento della sede legale sulla competitività italiana sono profondi e multidimensionali: essi toccano la sovranità giuridica, la rilevanza dei mercati finanziari e la stabilità dei centri decisionali.

Ci sono però anche aspetti negativi nella scelta di adottare le azioni a voto maggiorato: uno tra questi viene definito da Belcredi “effetto arroccamento” e consiste nel fatto che i figli degli azionisti di controllo ereditano le azioni a voto maggiorato e sono

---

<sup>4</sup> Cengia C., Annunziata A., Cingolani G., 2024. “Le principali novità del DDL Capitali.” Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://blog.pwc-tls.it/it/2024/03/08/le-principali-novita-del-ddl-capitali/>.

quasi costretti a rimanere all'interno dell'azienda senza avere però le competenze imprenditoriali di chi li ha preceduti.

Ma perché vendere a un terzo soggetto non conviene? Il beneficio del voto maggiorato non si trasferisce e perciò si configura una situazione per la quale il compratore acquista per esempio il 10% di azioni e pari diritti di voto, per chi vende però quella quota vale il 10% più il valore del controllo – che secondo diverse stime è uguale al 20/30% della capitalizzazione di mercato – e di conseguenza diventa complicato trovare un compratore perché egli deve sborsare un importo sufficiente a soddisfare gli eredi, ma poi deve tenere conto del fatto che dovrà comprare un ulteriore 40% di azioni per arrivare a detenere lui il controllo.

Se la Legge n.21 del 2024 rappresenta un passo nella giusta direzione per ridurre il divario normativo coi *competitors* europei, la vera sfida per il prossimo decennio sarà quella di trasformare l'Italia da un paese da cui si emigra per necessità di *governance* a una giurisdizione capace di attrarre investimenti, alla semplificazione burocratica e a un mercato dei capitali virtuoso.

D'altro canto, però occorre tenere in considerazione e tutelare le minoranze societarie; l'idea più interessante circolata in passato prevedeva di introdurre per gli azionisti di minoranza il voto separato, meccanismo per il quale sarebbe servito anche l'approvazione della maggioranza della minoranza per deliberare certe operazioni societarie.

Altro tema che si può aggiungere in merito è quello dei poteri speciali di cui gode il governo italiano, le cosiddette *golden shares*.

Allo Stato, infatti, è data la possibilità di mettere il veto sulle delibere di alcune operazioni di società ritenute strategiche, e il trasferimento della sede legale è una di quelle. Per il momento però non è mai accaduto che lo Stato esercitasse questo potere in questi specifici casi, ma sarà interessante osservare se in futuro, qualora il fenomeno della delocalizzazione societaria si estendesse in maniera “pericolosa”, questa opzione verrà esercitata.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Intervista a Luca Enriques. “Gli effetti negativi del voto maggiorato”. Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://fchub.it/gli-effetti-negativi-del-voto-maggiorato/>.

Resta comunque il fatto che la competizione tra ordinamenti è ormai una realtà del mercato unico europeo e l'Italia non può permettersi di restare spettatrice passiva della fuga dei suoi *asset* più preziosi.

## **CONCLUSIONI**

Il percorso di ricerca intrapreso in questo elaborato ha permesso di delineare un quadro il più ampio e approfondito possibile del fenomeno del trasferimento di sede sociale delle grandi imprese quotate italiane, offrendo una sintesi critica delle determinanti che hanno spinto numerosi campioni nazionali a spostare la propria sede legale all'estero, con una predilezione marcata per l'Olanda.

L'analisi condotta ha inizialmente smentito uno dei pregiudizi più radicati nel dibattito pubblico, ovvero che tali operazioni siano dettate prioritariamente da logiche di mero arbitraggio fiscale o dalla volontà di evadere il gettito erariale nazionale.

Al contrario, le evidenze empiriche e l'esame dell'*effective tax rate* di dieci società che negli ultimi 25 anni hanno intrapreso questo percorso hanno dimostrato come la residenza fiscale e i centri operativi rimangano, nella stragrande maggioranza dei casi, saldamente ancorati al territorio italiano, mantenendo pressoché invariato il contributo tributario verso l'Erario.

La vera direttrice del fenomeno è stata identificata nella ricerca di una *governance* più flessibile e, nello specifico, nella pratica del *forum shopping* normativo volto al rafforzamento del controllo proprietario.

Il diritto societario olandese si è rivelato il Paese prediletto per queste motivazioni grazie alla possibilità di implementare sistemi di voto maggiorato e plurimo (MVR) senza i rigidi vincoli quantitativi e qualitativi che hanno storicamente caratterizzato l'ordinamento italiano.

Attraverso l'uso di tali *Control Enhancing Mechanisms*, gli azionisti di maggioranza — spesso espressione del capitalismo familiare italiano — hanno potuto blindare la guida strategica delle imprese, separando i diritti di voto dai diritti sui flussi di cassa e creando quel "cuneo" che permette di mantenere il controllo anche a fronte di diluizioni del capitale necessarie per operazioni di fusione e acquisizione internazionale.

I casi studio di Brembo, Campari e MediaforEurope hanno confermato questa tendenza: la trasformazione in *Naamloze Vennootschap* (N.V.) non è stata interpretata come un disimpegno dall'Italia, ma come una tattica funzionale a una crescita per linee esterne che non comprometta la stabilità dell'assetto proprietario potendo quindi

introdurre all'interno dei propri statuti un sistema di azioni a voto maggiorato derivante da un ordinamento assodato e riconosciuto come quello olandese.

Tuttavia, questo esodo di sedi legali ha sollevato interrogativi sulla competitività del mercato dei capitali italiano.

Come evidenziato dai rapporti OECD e dal Libro Verde del 2022, Piazza Affari sconta un deficit di attrattività rispetto alle principali piazze europee, manifestando una difficoltà strutturale nel trattenere le grandi imprese che preferiscono ecosistemi normativi più agili per finanziare i propri piani di espansione.

La risposta del legislatore italiano, culminata nella Legge n. 21 del 5 marzo 2024 (cosiddetto DDL Capitali), rappresenta un tentativo tardivo ma significativo di allineamento agli standard internazionali.

L'innalzamento del limite dei voti per azione fino a dieci costituisce una chiara contromisura volta a disincentivare ulteriori delocalizzazioni, offrendo nel contesto nazionale quegli stessi strumenti di difesa del controllo che hanno reso l'Olanda la destinazione prediletta dell'ultimo decennio. Ciononostante, l'efficacia di tale riforma rimane subordinata alla capacità del sistema-paese di generare un clima di stabilità e fiducia che vada oltre la mera modifica tecnica delle norme.

Per il momento, infatti, solo settanta imprese di medie dimensioni hanno accolto la riforma della Legge n. 21, mentre le grandi società sembrano ancora scettiche verso le novità proposte dal Legislatore.

In prospettiva futura, resta certamente aperta la sfida di bilanciare le esigenze di stabilità dei soci di controllo con la tutela delle minoranze e l'appetibilità per gli investitori istituzionali, spesso critici verso meccanismi che riducono la contendibilità delle società.

Il rischio che lo spostamento della sede legale sia solo il primo passo verso un successivo passaggio delle sedi fiscali e dei centri decisionali apicali non può essere ignorato, specialmente se l'Italia non saprà evolvere da giurisdizione "passiva" a *hub* finanziario capace di valorizzare i propri *asset* strategici.

## BIBLIOGRAFIA

- Abbatantuono L., 2024. “Se mi lasci non vale: perché le italiane fuggono in Olanda”. Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://lagiustizia.net/se-mi-lasci-non-vale-perche-le-italiane-fuggono-in-olanda/#:~:text=1.,Prysmian%20e%20perfino%20Telecom%20Italia>.
- Belcredi M., Faverzani L., Signori A., 2023, “Così non fan tutte. *An analysis of italian companies moving abroad*”.
- Bertolino F., 2023. “Brembo, Campari, Mediaset: perché le aziende italiane vanno in Olanda. E cosa si può fare per trattenerle”. Risorsa web reperibile all’indirizzo: [https://www.corriere.it/economia/finanza/23\\_agosto\\_15/brembo-campari-mediaset-perche-aziende-italiane-vanno-olanda-cosa-si-puo-fare-trattenerle-57934a9c-1f0b-11ee-bfca-f44c975a09c3.shtml](https://www.corriere.it/economia/finanza/23_agosto_15/brembo-campari-mediaset-perche-aziende-italiane-vanno-olanda-cosa-si-puo-fare-trattenerle-57934a9c-1f0b-11ee-bfca-f44c975a09c3.shtml).
- Bichicchi S., Boeris A., 2024. “Piazza Affari, le italiane vanno fuori porta. Ecco le società che hanno lasciato l’Italia e dove sono andate”. Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://www.milanofinanza.it/news/mercati-le-italiane-vanno-fuori-porta-ecco-le-societa-che-hanno-lasciato-piazza-affari-per-olanda-francia-202405241908575464>.
- Cengia C., Annunziata A., Cingolani G., 2024. “Le principali novità del DDL Capitali.” Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://blog.pwc-tls.it/it/2024/03/08/le-principali-novita-del-ddl-capitali/>.
- Craviotto V., 2024. “Le imprese italiane in Olanda: trasferimento della sede legale e azioni MVR”.
- Consob. Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/voto-maggiorato-e-plurimo>.
- Di Cristofaro C., 2025. “Campari sale su possibile accordo Lagfin per contenzioso fiscale”. Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://www.ilsole24ore.com/art/campari-sale-possibile-accordo-lagfin-contenzioso-fiscale-AIQ13vK>.
- Domande e risposte per l’assemblea straordinaria degli azionisti di Brembo S.p.A. convocata per il 27 luglio 2023. Risorsa reperibile sul sito web della società: <https://www.brembogroup.com/it/investitori/per-gli-azionisti/assemblea-degli-azionisti>.
- Dumitrascu G., 2024. “*Double Irish e Dutch Sandwich*: le strategie delle multinazionali.” Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://fiscomania.com/double-irish-with-a-dutch-sandwich/>.
- Fonte: <https://www.bper.it/magazine/glossario/capitalizzazione>. Definizione di capitalizzazione di mercato.
- FTA Online News, 2014. “Cambiamenti alla disciplina del diritto di voto nelle società per azioni”. Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/voto-194.htm#:~:text=Il%20Decreto%20Competitivit%C3%A0%20del%20giugno,le%20varie%20categorie%20di%20azioni>.
- Il Post, 2021. “Perché Mediaset sposterà la propria sede legale nei Paesi Bassi.” Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://www.ilpost.it/2021/06/24/mediaset-olanda-berlusconi-fininvest-vivendi/>.

Intervista a Luca Enriques. “Gli effetti negativi del voto maggiorato”. Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://fchub.it/gli-effetti-negativi-del-voto-maggiorato/>.

Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita, 2022.

Lonato B., Messuti A., Rege G., 2024. “Le principali novità introdotte dal Disegno di Legge Capitali.” Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://www.lcalex.it/le-principali-novita-introdotte-dal-disegno-di-legge-capitali/>.

Magliulo F., 2024. “La nuova disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato nella legge a sostegno della competitività dei capitali”.

Mucciarelli F.M., 2010. “Società di capitali, trasferimento all’estero della sede sociale e arbitraggi normativi”, Milano, Giuffrè.

Pica P., 2025. “Vittoria di Mfe-Mediaset, presa la tedesca Prosieben: nasce un gruppo da 300 milioni di spettatori”. Risorsa web reperibile all’indirizzo: [https://www.corriere.it/economia/finanza/25\\_agosto\\_28/vittoria-di-mfe-mediaset-presa-la-tedesca-prosieben-nasce-un-gruppo-da-300-milioni-di-telespettatori-f727c213-5814-440a-b263-6f4ce046bxlk.shtml](https://www.corriere.it/economia/finanza/25_agosto_28/vittoria-di-mfe-mediaset-presa-la-tedesca-prosieben-nasce-un-gruppo-da-300-milioni-di-telespettatori-f727c213-5814-440a-b263-6f4ce046bxlk.shtml).

Pomelli A., 2024. “Dall’arbitraggio regolamentare all’arbitraggio sistemico: il vero gioco (e rischio) delle migrazioni societarie in Olanda”, Rivista Corporate Governance, Fascicolo 2.

Rapporto Consob sulla Corporate Governance delle società quotate italiane 2023, p.26.

Rapporto Consob sulla Corporate Governance delle società quotate italiane 2024, p.33.

Redazione, 2019. “Perché ci si rifugia in Olanda.” Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://www.ilfoglio.it/esteri/2019/06/13/news/perche-ci-si-rifugia-in-olanda-260100/>.

Relazione Illustrativa CDA sulla Proposta di Trasformazione Transfrontaliera e relativi allegati.

Righini A., 2006. “Il trasferimento transnazionale della sede sociale”, in Contratto e Impresa, n.3/2006 pag.759-762.

Rinaldi A., 2023. “Breibo, sede legale in Olanda: «Ci servono gli strumenti per crescere anche con acquisizioni»”. Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://lagiustizia.net/se-mi-lasci-non-vale-perche-le-italiane-fuggono-in-olanda/#:~:text=1.,Prysmian%20e%20perfino%20Telecom%20Italia>.

Risorsa reperibile sul sito web della società: <https://www.brembogroup.com/it/investitori/per-gli-azionisti/assemblea-degli-azionisti>.

Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/voto194.htm#:~:text=Il%20Decreto%20Competitivit%C3%A0%20del%20giugno,le%20varie%20categorie%20di%20azioni>.

Risorsa web reperibile all’indirizzo: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/voto-maggiorato-e-plurimo>.

Risorsa web reperibile all’indirizzo: [https://www.corriere.it/economia/finanza/23\\_giugno\\_20/brembo-va-olanda-sede-legale-sara-ad-amsterdam-3e725bd2-0f81-11ee-a963-f99c88e1a594.shtml](https://www.corriere.it/economia/finanza/23_giugno_20/brembo-va-olanda-sede-legale-sara-ad-amsterdam-3e725bd2-0f81-11ee-a963-f99c88e1a594.shtml).

Risorsa web reperibile all’indirizzo: [https://www.corriere.it/economia/finanza/23\\_agosto\\_15/brembo-campari-mediaset-perche-aziende-italiane-vanno-olanda-cosa-si-puo-fare-trattenerle-57934a9c-1f0b-11ee-bfca-f44c975a09c3.shtml](https://www.corriere.it/economia/finanza/23_agosto_15/brembo-campari-mediaset-perche-aziende-italiane-vanno-olanda-cosa-si-puo-fare-trattenerle-57934a9c-1f0b-11ee-bfca-f44c975a09c3.shtml).

- Risorsa web reperibile all'indirizzo:  
[https://www.corriere.it/economia/finanza/25\\_agosto\\_28/vittoria-di-mfe-mediaset-presa-la-tedesca-prosieben-nasce-un-gruppo-da-300-milioni-di-telespettatori-f727c213-5814-440a-b263-6f4ce046bxlk.shtml](https://www.corriere.it/economia/finanza/25_agosto_28/vittoria-di-mfe-mediaset-presa-la-tedesca-prosieben-nasce-un-gruppo-da-300-milioni-di-telespettatori-f727c213-5814-440a-b263-6f4ce046bxlk.shtml).
- Risorsa web reperibile all'indirizzo:  
<https://www.exor.com/sites/default/files/2024/documentdocuments/EXOR%2023%20Annual%20Report.pdf>.
- Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.ilsole24ore.com/art/campari-sale-possibile-accordo-lagfin-contenzioso-fiscale-AIQI3vK>.
- Risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.milanofinanza.it/news/mercati-le-italiane-vanno-fuori-porta-ecco-le-societa-che-hanno-lasciato-piazza-affari-per-olanda-francia-202405241908575464>.
- Risorsa web reperibile all'indirizzo:  
<https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/financial-reports/Stellantis-NV-20241231-Annual-Report.pdf>.
- Risorsa web reperibile all'indirizzo:  
[https://s205.q4cdn.com/962820841/files/doc\\_financials/2024/ar/CNH-2024-10-K-1.pdf](https://s205.q4cdn.com/962820841/files/doc_financials/2024/ar/CNH-2024-10-K-1.pdf).
- Saggese S., 2019. “Control-Enhancing Mechanisms (CEMs)” pp 1- 8.
- Sherman & Sterling LLP, 2007. “Proportionality between ownership and control in eu listed companies: comparative legal study”.
- Valente P., Rizzardi R., 2014, “Delocalizzazione, migrazione societaria e trasferimento sede”, Milanofiori, Assago, IPSOA.
- Verbale assemblea straordinaria 27 marzo 2020. Risorsa reperibile sul sito web della società all'indirizzo:  
<https://www.camparigroup.com/it/page/investors/informazioni-azionisti>.
- Verbale assemblea straordinaria 23 giugno 2021. Risorsa reperibile sul sito web della società: <https://www.mfemediaforeurope.com/it/events/assemblea-degli-azionisti/>.
- Verbale assemblea straordinaria 27 luglio 2023. Risorsa reperibile sul sito web della società: <https://www.brembogroup.com/it/investitori/per-gli-azionisti/assemblea-degli-azionisti>.