



ALMA MATER STUDIORUM
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

ARCHIVIO ISTITUZIONALE DELLA RICERCA

Alma Mater Studiorum Università di Bologna Archivio istituzionale della ricerca

Dall'arbitraggio regolamentare all'arbitraggio sistemico: il vero gioco (e rischio) delle migrazioni societarie in Olanda

This is the final peer-reviewed author's accepted manuscript (postprint) of the following publication:

Published Version:

Pomelli, A. (2024). Dall'arbitraggio regolamentare all'arbitraggio sistemico: il vero gioco (e rischio) delle migrazioni societarie in Olanda. *CORPORATE GOVERNANCE*, 2, 337-373.

Availability:

This version is available at: <https://hdl.handle.net/11585/988714> since: 2024-10-01

Published:

DOI: <http://doi.org/>

Terms of use:

Some rights reserved. The terms and conditions for the reuse of this version of the manuscript are specified in the publishing policy. For all terms of use and more information see the publisher's website.

This item was downloaded from IRIS Università di Bologna (<https://cris.unibo.it/>).
When citing, please refer to the published version.

(Article begins on next page)

CORPORATE GOVERNANCE

Rivista diretta da **Giovanni Barbara**

2/24



G. Giappichelli Editore

INDICE-SOMMARIO

pag.

Editoriale

- Luca Enriques, A venticinque anni da Centros: il punto su concorrenza tra ordinamenti e migrazioni societarie (25 years after Centros: Regulatory Competition and Corporate Migrations)* 303

Saggi

- Federico Pernazza, Corporate Governance e arbitraggio regolamentare. Premesse metodologiche e valutazioni operative (Corporate Governance and Regulatory Arbitrage. Methodological premises and operational assessments)* 309
- Alessandro Pomelli, Dall'arbitraggio regolamentare all'arbitraggio sistemico: il vero gioco (e rischio) delle migrazioni societarie in Olanda (From regulatory arbitrage to systemic arbitrage: The real game (and risk) behind corporate migrations to the Netherlands)* 337
- Federico M. Mucciarelli, La libertà di stabilimento e la crisi della legittimazione politica del diritto societario (Freedom of establishment and the crisis of political legitimacy of company law)* 375
- Nicola de Luca, "Almeno" la sede sociale. Diritto europeo e criteri di collegamento delle società ("At least" the registered office. EU law and connecting factors for companies)* 387
- Giuseppe Alberto Rescio, La scissione mediante scorporo come operazione transfrontaliera (Cross-border division by separation)* 421
- Francesco Dagnino e Gabriel Zurlo Sconosciuto, Tra riforme e resistenze: l'inefficienza del modello italiano per la costituzione (online) delle società a responsabilità limitata (Between reforms and resistance: the inefficiency of the Italian model for the (online) incorporation of limited liability companies)* 437

Osservatorio

Corte UE, 25 aprile 2024, *Edil Work*, C-276/22 (ECLI:EU:C:2024:348) (*EU Court, 25 April 2024, Edil Work, C-276/22 (ECLI:EU:C:2024:348)*) 459

Dall'arbitraggio regolamentare all'arbitraggio sistemico: il vero gioco (e rischio) delle migrazioni societarie in Olanda

From regulatory arbitrage to systemic arbitrage: The real game (and risk) behind corporate migrations to the Netherlands

ALESSANDRO POMELLI *

ABSTRACT

Il trasferimento in Olanda della sede legale di società quotate italiane può rappresentare una forma di arbitraggio sistemico. Per arbitraggio sistemico si intende la facoltà per la società di scegliere, mediante lo spostamento delle proprie sedi, tra giurisdizioni, mercati di quotazione e autorità pubbliche in concorrenza, con ricadute positive per i sistemi-Paese ospitanti e negative per quello di origine. Dopo aver analizzato le cause e i danni cagionati all'Italia dalle migrazioni di proprie società in Olanda, lo scritto afferma la necessità di ridurre gli incentivi alla migrazione, discute dell'opportunità del voto maggiorato come riformato dalla recente "legge capitali" e invita a considerare il perseguimento in sede europea di un'armonizzazione degli strumenti di rafforzamento del controllo. Salvo pronosticare che, al cospetto di una illimitata libertà di circolazione delle persone giuridiche, le migrazioni societarie sono destinate a continuare.

The paper argues that the transfer of Italian listed companies' legal seat to the Netherlands may be understood as a form of systemic arbitrage. Systemic arbitrage means the option for a company to choose from among competing stock markets, jurisdictions and public authorities by moving around its seats. Systemic arbitrage may well bring about windfalls for the countries of destination and pitfalls for the country of origin. After investigating the causes and consequences for Italy of the recent wave of corporate migrations to the Netherlands, the paper argues that Italy had better reduce the incentives for companies to migrate, has done well with the enhancement of its loyalty shares, should further consider working for a deeper harmonization of control enhancing mechanisms at the European Union level, but can do little to stem the tide of corporate migrations in light of the unlimited freedom of establishment of companies across the European Union.

* Professore associato di Diritto commerciale presso l'Università di Bologna.

L'Autore desidera ringraziare Luca Enriques per i commenti e suggerimenti dati su una precedente versione di questo articolo. Eventuali inesattezze rimangono di esclusiva responsabilità dell'Autore.

Sommario: 1. Premessa. – 2. Il fenomeno poliedrico delle migrazioni societarie e l’arbitraggio sistemico. – 3. Trasferimento della sede legale all’estero a fini di arbitraggio sistemico. – 4. Gli incentivi al trasferimento della sede legale in Olanda: da dove originano. – 5. Gli incentivi al trasferimento della sede legale in Olanda: perché è necessario ridurli. – 6. Insufficienza del voto maggiorato potenziato ad “invertire la rotta” delle migrazioni societarie. – 7. Conclusioni.

1. Premessa

Il fenomeno della “migrazione” di società quotate italiane all’estero, ed in particolare in Olanda, ha avuto larga eco, sia pure con intensità altalenante, negli ultimi dieci anni¹, divenendo oggetto di considerazioni giornalistiche², analisi giuridiche ed economiche³, dibattiti accademici⁴, prese di posizione istituzionali⁵ e, soprattutto

¹ Il fenomeno si è imposto all’attenzione generale allorché, nel 2014, Fiat s.p.a. (“Fiat”), attraverso lo schema della fusione transfrontaliera per incorporazione, deliberò di ricollocare la sua sede legale in Olanda e la sua sede amministrativa e fiscale nel Regno Unito, sotto la nuova denominazione di Fiat Chrysler Automobiles N.V. Questa migrazione seguiva, ad appena un anno di distanza, quella della controllata Fiat Industrial s.p.a., fusasi con CNH Global N.V. per dare vita a CNH Industrial N.V. Dopo Fiat, altre società del gruppo, controllanti (Exor s.p.a., Giovanni Agnelli s.p.a.), controllate (Ferrari s.p.a.) o sottoposte a comune controllo (Iveco s.p.a.), compivano un passo analogo. Ma finché si trattò esclusivamente della c.d. “galassia Fiat” (espressione giornalistica di cui è invalso l’uso per ricomprendere le innumerevoli società gravitanti intorno a Fiat), la giustificazione poteva rinvenirsi nel peculiare tentativo degli azionisti di controllo di internazionalizzare l’immagine di un gruppo industriale, unico nel suo genere in Italia, che aveva ramificazioni e aspirazioni globali. Il problema sembrava quindi confinato ad un ristretto ed omogeneo numero di società “sorelle”, per quanto di grande impatto mediatico. Di conseguenza, la migrazione delle altre società della galassia Fiat, dopo quella di Fiat stessa nel 2014, non destò particolare clamore. La percezione di un danno sistemico imminente alla giurisdizione italiana, al mercato dei capitali italiano e al sistema-Paese nel suo complesso, si sarebbe avuta soltanto in seguito, quando, sulla scorta dell’esperienza delle società della galassia Fiat, un cospicuo numero di altre società quotate, impegnate nei più disparati settori industriali, ma tutte di rilievo economico, finanziario e finanche politico, decideva di intraprendere un percorso analogo, riducendo ulteriormente il già esiguo numero di società italiane quotate in Italia.

² V. BERTOLINO, *Brembo, Campari, Mediaset: perché le aziende italiane vanno in Olanda. E cosa si può fare per trattenerle*, in *Corriere della sera. L’economia*, 15 agosto 2023, disponibile su www.corriere.it.

³ V. ENRIQUES, *Migrazioni societarie in Olanda e voto maggiorato*, nonché ID., *Come tutelare i diritti delle minoranze in Olanda*, disponibili su <https://fchub.it/>; BELCREDI-FAVERZANI-SIGNORI, *Così non fan tutte. An analysis of Italian companies moving abroad*, FIN-GOV – Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance dell’Università Cattolica del Sacro Cuore, June 2023, disponibile su <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-home>.

⁴ V. il convegno *Operazioni societarie transfrontaliere e concorrenza tra ordinamenti*, Sestri Levante, 3-4 maggio 2024, organizzato dal Dipartimento di Giurisprudenza dell’Università di Genova in collaborazione con il CEDIF (Centro di diritto e finanza) e la Rivista delle società.

⁵ V. ASSONIME, *Esame del disegno di legge “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”*

to, preoccupazioni politiche⁶. Queste ultime, andate crescendo di pari passo con il numero di trasferimenti all'estero, hanno portato, unitamente ad una più generale volontà di rafforzamento della competitività e dell'attrattività del mercato dei capitali italiani, all'emanazione della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. "legge capitali")⁷.

Tra le misure "bandiera" della legge capitali si pongono la modifica della disciplina del voto plurimo di cui all'art. 2351, comma 4, c.c., con l'innalzamento a dieci del numero massimo di voti associabili ad un'azione, e la modifica della disciplina del voto maggiorato di cui all'art. 127-*quinquies*, comma 2, t.u.f., anche in tal caso con l'innalzamento a dieci del numero massimo di voti acquisibili per ciascuna azione detenuta ininterrottamente per dieci anni⁸.

Le modifiche in materia di voto plurimo e, soprattutto, di voto maggiorato perseguono molteplici obiettivi. Tra questi, vi è proprio quello di offrire agli azionisti di maggioranza di società italiane meccanismi di rafforzamento del controllo analoghi a quelli disponibili in ordinamenti esteri, tra cui in particolare quello olandese,

(A.S. 674), Audizione presso il Senato della Repubblica, 15 giugno 2023, p. 7; BORSA ITALIANA, *Schema di disegno di legge recante interventi a sostegno della competitività dei capitali*, Audizione presso il Senato della Repubblica, 22 giugno 2023, p. 6 s.; CONFINDUSTRIA, *Disegno di legge in materia di interventi a sostegno della competitività dei capitali*, Memoria per il Senato della Repubblica, giugno 2023, p. 8 s.

⁶V. MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, Libro Verde su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, marzo 2022, secondo cui «[i]l tema della competitività del quadro normativo e regolamentare nazionale risulta particolarmente rilevante non soltanto per le società quotate ma anche per le grandi società italiane già quotate, dal momento che la maggiore flessibilità di ordinamenti societari esteri appare uno degli elementi sottesi alla proposta di trasferimento della sede sociale» (p. 14). A questa constatazione hanno fatto seguito riflessioni sull'opportunità di un possibile potenziamento del voto plurimo e del voto maggiorato «per favorire l'apertura delle società italiane al mercato e/o la scelta dell'Italia come Stato di costituzione e quotazione» (p. 31).

⁷Le votazioni finali sul testo definitivo della legge capitali hanno visto, tra Senato della Repubblica e Camera dei deputati, un solo voto contrario (alla Camera). L'art. 14, relativo al voto maggiorato, ha ricevuto un solo voto contrario al Senato e appena due voti contrari alla Camera, in ambo le sedi, peraltro, espressi da parlamentari di maggioranza. Benché i gruppi parlamentari di minoranza si siano astenuti, come era del resto naturale attendersi da una riforma qualificante promossa dal Governo in carica e supportata dalla sua maggioranza, non è difficile vedere in controluce un largo consenso politico che abbraccia tutto l'arco parlamentare.

⁸Nella versione originaria del disegno di legge A.S. 674 erano previsti interventi in materia di voto plurimo ma non in materia di voto maggiorato. Senonché diverse voci si sono presto levate a sostegno di una modifica anche della disciplina del voto maggiorato, che si muovesse in parallelo con quella della disciplina del voto plurimo proprio in ragione della migrazione in Olanda di società già quotate e facenti uso del solo voto maggiorato. La versione finale della legge capitali ha accolto integralmente le proposte, identiche, formulate da ASSONIME, *op. cit.*, p. 9, e CONFINDUSTRIA, *op. cit.*, p. 9. Non sono mancate, al contempo, anche opinioni contrarie agli interventi in materia di voto plurimo e maggiorato, specialmente se non controbilanciati da adeguati presidi a tutela degli investitori (cfr. ASSOGESTIONI, *Interventi a sostegno della competitività dei capitali (AS 674)*, Audizione presso il Senato della Repubblica, 7 giugno 2023, p. 3 ss.).

al fine di ridurre il *gap* competitivo dell'ordinamento italiano e dissuadere gli azionisti di maggioranza dal ricercare altrove una normativa societaria a loro più favorevole⁹.

In questo scritto, dopo avere esaminato modalità ed obiettivi dell'arbitraggio "sistemico" in cui si cimentano società che si sottopongono opportunisticamente a ordinamenti e autorità pubbliche differenti e in concorrenza tra loro, ci si chiede se le scelte operate dalla legge capitali in materia di voto maggiorato siano necessarie e sufficienti ad arginare il fenomeno delle migrazioni societarie. Nel rispondere alla prima domanda, ci si ripropone di valutare se le misure concernenti il voto maggiorato abbiano una solida e condivisibile giustificazione economico-sociale alla luce dei danni al sistema-Paese generati dall'arbitraggio sistemico. Nel rispondere alla seconda domanda, si vuole invece misurare la loro efficacia, vale a dire la loro idoneità allo scopo di annullare o mitigare la propensione delle imprese societarie italiane all'arbitraggio sistemico.

2. Il fenomeno poliedrico delle migrazioni societarie e l'arbitraggio sistemico

Benché si usi, colloquialmente e in modo onnicomprensivo, l'espressione "migrazione" per evocare genericamente, in relazione ad una società, la collocazione o il trasferimento all'estero di una qualunque delle proprie sedi, occorre distinguere quale o quali sedi, tra le molteplici che qualificano una società sotto il profilo giuridico, organizzativo e finanziario, sono effettivamente soggette a collocazione o trasferimento all'estero.

Una società quotata si caratterizza per avere (almeno) tre sedi giuridicamente rilevanti. Una è la sede legale (o sociale), vale a dire il luogo ove è tenuto il registro

⁹ Il suggerimento di concedere maggiore flessibilità nell'attribuzione dei diritti di voto era venuto anche da OECD, *Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, in *OECD Capital Market Series*, 2020, p. 19, in cui si invitavano i *policy maker* a considerare «steps to stimulate an increase in the free-float by allowing more flexible structures of voting rights to address concerns among founders and long-term shareholders about the effectiveness of decisions that are of key importance to the future direction of the company, without compromising safeguards for minority shareholder protection». Un'ipotesi espressamente contemplata, probabilmente sulla falsariga del modello francese, era quella di introdurre «a more flexible default framework for deciding on the introduction of loyalty shares». Il legislatore italiano ha però preferito non modificare il regime di *default*, che rimane quello tradizionale di un voto per azione, salvo ribadire l'assenza del diritto di recesso per il caso di introduzione di *loyalty shares* che si limitino a conferire, al termine di un periodo di detenzione continuativa pari a ventiquattro mesi, due soli voti per azione (v. art. 127-*quinquies*, comma 8, t.u.f.).

delle imprese in cui il suo atto costitutivo è iscritto. Benché inizialmente coincidente con la sede di costituzione, vale a dire il luogo in cui la società è venuta ad esistenza acquisendo la personalità giuridica, successivamente alla costituzione la sede legale della società può differenziarsi dalla sede di costituzione. Lo sganciamento della sede legale dalla sede di costituzione avviene – semplificando – con la cancellazione dell’atto costitutivo della società dal registro delle imprese del luogo di costituzione e la reinscrizione dello stesso nel registro delle imprese del luogo di destinazione. Naturalmente, conseguenze in punto di diritto applicabile (su cui vedi *infra*) si hanno quando la sede legale è trasferita in una giurisdizione diversa da quella di costituzione. La sede legale, inoltre, è necessariamente unica.

Un’altra sede rilevante è la sede amministrativa (o sede dell’amministrazione centrale o centro principale degli affari o sede effettiva), vale a dire il luogo in cui il *management* di più alto livello (amministratori esecutivi, direttori generali) svolge stabilmente le proprie funzioni di gestione dell’impresa. La sede amministrativa, in teoria, può coincidere o meno con la sede legale e tale coincidenza può sussistere o venire meno tanto alla data di costituzione della società quanto in un momento successivo. Anche la sede amministrativa è necessariamente unica.

La terza sede rilevante è quella di quotazione, vale a dire il mercato azionario nel quale le azioni della società sono ammesse alla negoziazione¹⁰. A differenza delle precedenti, una società può avere più sedi di quotazione. In presenza di una pluralità di sedi di quotazione, tutte possono rilevare allo stesso modo ai fini della normativa applicabile. Normalmente, non si pone alcuna relazione gerarchica tra loro, poiché ciascuno Stato nella cui giurisdizione è collocato un mercato di quotazione è ragionevolmente mosso dall’intento di tutelare come meglio crede gli investitori che accedono alla propria infrastruttura di mercato. La relazione tra mercati

¹⁰ Per semplicità, si discorre solo di società con azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati. Ma il discorso, per diverse ragioni, può e deve essere esteso anche alle società con azioni ammesse a negoziazione nei sistemi multilaterali di negoziazione (“MTF”). In primo luogo, perché queste ultime, in una successiva fase di crescita, potrebbero voler accedere ad un mercato regolamentato e dunque assumere in quella fase decisioni sulla loro prossima sede di quotazione. In secondo luogo, perché la disciplina delle società quotate influenza la ricostruzione della disciplina delle società negoziate sugli MTF. Ciò può accadere direttamente, allorché sia il regolamento che governa il sistema multilaterale di negoziazione ad imporre alle società ivi negoziate l’importazione di regole e principi applicabili alle società quotate. È questo il caso del Regolamento del MTF Euronext Growth Milan di Borsa Italiana s.p.a. (“Borsa Italiana”), che esige dalle società ivi negoziate di fare proprie, con apposite previsioni statutarie, le disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto e sulle operazioni con parti correlate applicabili alle società quotate. Ma ciò può accadere anche indirettamente, attraverso l’interpretazione sistematica. È questo il caso proprio del voto maggiorato, il quale, sebbene originariamente ed espressamente previsto per le sole società quotate ai sensi dell’art. 127-*quinquies* t.u.f., è ora percepito come legittimamente impiegabile anche da parte delle società negoziate sul mercato Euronext Growth Milan (oltre che, secondo i più, anche da società con azioni non quotate né negoziate su alcun mercato).

di quotazione dipende, in ogni caso, dalla libera determinazione degli Stati di riferimento. Questi ultimi possono anche, al fine di evitare duplicazioni o sovrapposizioni di oneri e adempimenti a carico degli emittenti, stabilire forme di coordinamento, individuando un mercato principale presso il quale adempiere in via esclusiva determinati obblighi. Nell'Unione Europea si danno alcuni esempi di coordinamento, benché limitatamente agli obblighi di trasparenza concernenti gli emittenti quotati¹¹ e alle offerte pubbliche di acquisto¹².

Al posizionamento delle tre sedi si riconnettono differenti conseguenze in punto di normativa applicabile e impatto per il Paese di origine¹³. La sede legale seleziona il diritto societario, l'autorità giudiziaria competente a farlo osservare e l'autorità di vigilanza competente per gli aspetti di diritto societario applicabili alla società 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 normative in materia di trasparenza e correttezza delle negoziazioni e di tutela degli investitori¹⁴ non-

¹¹ Nella direttiva 2004/109/CE del 15 dicembre 2004 sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato si fa ricorso alla nozione di «Stato membro d'origine». Lo Stato membro d'origine, come di volta in volta individuato ai sensi della direttiva, diviene l'entità responsabile di regolamentare, in via esclusiva, gli obblighi di comunicazione e trasparenza a carico e a beneficio degli emittenti e di assicurarne l'adempimento.

¹² Nella direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto è previsto che, se i titoli dell'emittente sono ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati di più Stati membri, l'autorità cui compete la vigilanza sull'offerta è quella dello Stato membro sul cui mercato regolamentato i titoli dell'emittente sono stati ammessi alla negoziazione per la prima volta (art. 4, par. 2, lett. b), secondo capoverso). Se, invece, i titoli dell'emittente sono ammessi per la prima volta alla negoziazione contemporaneamente sui mercati regolamentati di più Stati membri, spetta all'emittente determinare a quale delle autorità di tali Stati membri compete la vigilanza sull'offerta (art. 4, par. 1, lett. c)). Individuata l'autorità competente secondo i predetti criteri, si applicano poi le norme del relativo Stato membro per quanto concerne le questioni inerenti al corrispettivo e alla procedura dell'offerta (tra cui, in particolare, le informazioni sulla decisione dell'offerente di procedere ad un'offerta, il contenuto del documento di offerta e la divulgazione dell'offerta) (art. 4, par. 1, lett. e)).

¹³ In aggiunta alle sedi della società occorrerebbe fare menzione delle sedi dell'impresa o, per meglio dire, i luoghi di svolgimento dell'attività di impresa. Anche tali luoghi hanno implicazioni giuridiche rilevanti, posto che vi sono innumerevoli segmenti dell'ordinamento giuridico che si applicano ad una società in ragione del luogo di svolgimento dell'attività di impresa. Si pensi, a titolo di esempio, al diritto penale, al diritto amministrativo, al diritto del lavoro, al diritto a tutela dell'ambiente, al diritto tributario relativamente alle imposte indirette. Al luogo di svolgimento dell'attività di impresa, piuttosto che alla sede legale e a quella amministrativa, sembra riconnettersi anche la normativa "golden power" laddove parla genericamente di imprese (sul punto si tornerà *infra* al par. 5).

¹⁴ Diverse regolamentazioni dell'Unione Europea a tutela degli investitori fanno storicamente riferimento, in via alternativa tra loro, alla sede di quotazione e alla sede legale, oppure richiamano entrambi i fattori di connessione (cfr. ENRIQUES-TRÖGER, *Issuer choice in Europe*, in *Cambridge Law*

ché, sia pure parzialmente o di riflesso, alcune regole di governo societario¹⁵ (così come le autorità giudiziarie e di vigilanza competenti a farle osservare).

Nessun divieto è mai esistito, nell'Unione Europea, relativamente alla collocazione della sede legale e di quella amministrativa in uno Stato membro in combinazione con la collocazione della sede di quotazione anche o solo in un mercato azionario appartenente ad altro Stato membro. La quotazione su un mercato di società estere è fenomeno di lunga data. Anzi, la capacità di attrarre la quotazione di società estere è ciò che ha determinato l'internazionalizzazione, la crescita e il successo globalmente riconosciuto di mercati europei quali quelli di Londra, Parigi, Francoforte ed Amsterdam. La possibilità di scollegare la sede legale da quella amministrativa con effetto sul diritto societario applicabile, sin dall'origine permessa in alcuni Stati membri (come Regno Unito e Lussemburgo) in applicazione del principio dell'incorporazione e viceversa osteggiata da altri Stati membri (come Italia, Francia e Germania) in applicazione del principio della sede effettiva, ha richiesto invece un laborioso processo di maturazione, inaugurato con l'intervento della Corte di Giustizia nel caso *Centros*¹⁶ e proseguito ed affinato con altri significativi arresti della Corte europea¹⁷.

In linea di principio, una società può collocare ciascuna delle proprie sedi rilevanti in uno Stato diverso. Questo è certamente possibile, oggi, all'interno degli Stati Uniti e dell'Unione Europea. Quando una società sposta una o più delle sue sedi in uno Stato diverso da quello in cui erano collocate originariamente, è detta colloquialmente "migrare". Il problema della migrazione è normalmente affrontato secondo la prospettiva, limitata, dell'arbitraggio normativo e della concorrenza tra ordinamenti. Ma l'arbitraggio normativo può divenire parte di uno schema di gioco meno visibile ed al contempo più ampio e insidioso, che chiamerò arbitraggio "sistemico". L'arbitraggio sistemico ha luogo quando alle imprese è data la facoltà di porre in concorrenza tra

Journal, vol. 67, 2008, p. 521 ss.). Per l'utilizzo della sede di quotazione, v., ad esempio, il Regolamento n. 596/2014 del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato (art. 22). Per l'utilizzo della sede legale v., ad esempio, la direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (art. 1, par. 2). Per un esempio di utilizzo combinato tanto dell'uno quanto dell'altro criterio, v., ancora, la direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto (art. 4, par. 1, lett. e). Per un esame degli effetti sul "mercato" degli ordinamenti societari nazionali dovuti ai fattori di connessione utilizzati dalla *securities regulation* dell'Unione Europea, v. ENRIQUES-TRÖGER, *Issuer Choice in the EU and Its Impact on the Market for Corporate Law*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, vol. 3, 2008, p. 4 ss.

¹⁵ Basti qui ricordare, per la loro rilevanza pratica a dispetto della formale natura di *soft law*, i codici di *corporate governance*.

¹⁶ Corte Giust. CE, 9 marzo 1999, causa C-212/97, *Centros Ltd c. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*.

¹⁷ V. Corte Giust. CE, 5 novembre 2002, causa C-208/00, *Überseering BV c. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH*; Corte Giust. CE, 30 settembre 2003, causa C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam c. Inspire Art Ltd.*; Corte Giust. UE, 10 dicembre 2015, causa C-594/14, *Simona Kornhaas c. Thomas Dithmar*; Corte Giust. UE, 25 aprile 2024, causa C-276/22, *Edil Work 2 Srl e S.T. Srl c. STE Sàrl*.

loro non solo gli ordinamenti giuridici degli Stati con cui entra in contatto ma anche segmenti più o meno ampi dei loro sistemi-Paese. L'arbitraggio sistemico raggiunge il suo apice quando la società dissocia, o minaccia di dissociare, tutte le sue sedi giuridicamente rilevanti e finanche i luoghi di svolgimento dell'attività di impresa. Sottoponendosi contemporaneamente all'autorità di più giurisdizioni, la società si sottrae in tutto o in parte ad uno o più dei poteri sovrani di ciascuna di esse, complicando l'esercizio delle funzioni regolamentare, di vigilanza e di *enforcement*, con l'effetto, in definitiva, di indebolirne complessivamente l'azione.

Collocando le proprie sedi in giurisdizioni e mercati diversi, e tanto più quando alla differenziazione delle sedi legale, amministrativa e di quotazione si aggiunga anche quella dei luoghi di svolgimento delle attività produttive, le società possono, infatti, sfruttare l'incapacità o la riluttanza delle relative autorità legislative, regolamentari, giudiziarie e di vigilanza a coordinarsi a causa della diversità dei rispettivi obiettivi di politica economica e sociale, della volontà di riaffermare la propria sovranità negli spazi concessi dal diritto federale (se gli Stati coinvolti sono parte di un'unione politica sovraordinata legiferante), e dei costi di informazione e coordinamento, che anche quando non rendono impossibile o eccessivamente oneroso il coordinamento ne riducono comunque i benefici netti¹⁸. Sfruttando la frammentazione delle autorità pubbliche e dei relativi poteri sovrani, le società possono poi ottenere da ciascuna di esse e nel proprio interesse concessioni che non necessaria-

¹⁸ Un meccanismo di coordinamento e cooperazione tra gli Stati membri dell'Unione Europea è invero previsto, ad esempio, dal Regolamento (UE) 2019/452 del 19 marzo 2019 che istituisce un quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione Europea. Quando vi sono più Stati membri interessati da un medesimo investimento estero suscettibile di incidere sulla loro sicurezza o sul loro ordine pubblico, si dispone l'emissione di pareri e la consultazione della Commissione europea. L'«investimento estero diretto» è genericamente definito come «un investimento di qualsiasi tipo da parte di un investitore estero inteso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e l'imprenditore o l'impresa cui è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro, compresi gli investimenti che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di una società che esercita un'attività economica». Il problema, al riguardo, è che non si chiarisce il meccanismo in base al quale vada selezionato lo Stato membro a cui spetta la competenza ad effettuare il controllo allorché l'investimento estero risulti diretto sul territorio di più Stati membri. L'individuazione dello Stato membro competente a effettuare il controllo è però di rilevanza centrale nell'economia del Regolamento, poiché se è vero che lo Stato membro che effettua il controllo deve tenere in debita considerazione le osservazioni degli altri Stati membri e il parere della Commissione, la decisione di controllo finale è adottata, appunto, dallo Stato membro che effettua il controllo. Invece, né l'art. 6 del Regolamento, concernente il meccanismo di cooperazione per gli investimenti esteri diretti oggetto di un controllo in corso, né l'art. 7, concernente il meccanismo di cooperazione per gli investimenti esteri diretti non oggetto di un controllo in corso, precisano come ci si debba comportare, ai fini dell'individuazione dello Stato membro con competenza ultima a deliberare, allorché l'investimento estero coinvolga direttamente il territorio di più Stati membri e più Stati membri attivino o abbiano intenzione di attivare le proprie procedure di controllo invocando ciascuno per sé la competenza ad adottare la decisione finale.

mente, ed anzi raramente, sono desiderabili anche per la collettività nel suo complesso.

Per quanto concerne specificamente l'Unione Europea, lo sganciamento della sede legale da quella amministrativa risale, come sopra ricordato, al caso *Centros*, la cui vicenda nasceva dal tentativo di due coniugi danesi di separare la sede legale di una piccola società a responsabilità limitata a base familiare dalla sua sede effettiva, ponendo la prima nel Regno Unito e lasciando di fatto la seconda in Danimarca¹⁹, al fine di evitare l'applicazione dei requisiti di capitale minimo allora previsti dalla giurisdizione danese. Senonché, una conseguenza non voluta e criticabile di *Centros*, quantomeno dal punto di vista dell'economia politica, è quella di avere rafforzato, in realtà, il potere negoziale delle grandi imprese rispetto agli Stati membri per l'estrazione di benefici privati in un contesto di limitata armonizzazione eurounitaria del diritto della grande impresa quotata (di cui il diritto societario è una delle componenti fondamentali), di refrattarietà degli Stati membri a coordinare spontaneamente le loro risposte normative in uno spirito di cooperazione, e di esistenza, al contrario, di incentivi alla competizione anche a ribasso. L'evidenza aneddotica ed oramai anche empirica dimostra che i costi di transazione da sopportare con lo *splitting* delle sedi legale, amministrativa e di quotazione e delle sedi di svolgimento dell'attività di impresa rimangono un ostacolo rilevante per società delle dimensioni di *Centros Ltd*²⁰, dalla cui vicenda la celebre sentenza che porta il suo nome origina, ma non costituiscono un deterrente per le grandi imprese. Per la grande impresa quotata, infatti, tali costi sono ridotti, comunque ampiamente gestibili, e certamente superabili dal beneficio di frammentare le autorità legislative, regolamentari, giudiziarie e di vigilanza a cui ci si trova sottoposti, indebolendo l'efficacia della loro azione, sfruttandone i difetti di coordinamento e l'eterogeneità dei fini, e, in definitiva, aumentando la leva negoziale nei loro confronti per l'estrazione diretta o indiretta di benefici privati di varia natura. La genesi della concessione alle società quotate italiane di un voto maggiorato potenziato sulla falsariga di quello conseguibile per via statutaria in Olanda risponde perfettamente a questo paradigma²¹, attestando la plausibilità della chiave di lettura proposta in questo lavoro.

¹⁹ Ad essere precisi, *Centros Ltd* aveva chiesto alle Autorità danesi la registrazione di una succursale. Le Autorità danesi obiettarono che, in realtà, *Centros Ltd* voleva porre in Danimarca la propria sede principale poiché nel Regno Unito non svolgeva alcuna attività commerciale.

²⁰ V. RINGE, *Corporate Mobility in the European Union – a Flash in the Pan? An empirical study on the success of lawmaking and regulatory competition*, in *European Company and Financial Law Review*, 2013, p. 230 ss.

²¹ A questo paradigma risponde anche la genesi di altri istituti della legge capitali, tra cui in particolare quello della lista del consiglio di amministrazione uscente. Scopo dell'art. 147-ter.1 t.u.f. è indebolire la posizione di preminenza del consiglio di amministrazione uscente in società prive di azionista di controllo attraverso gli strumenti della lista "lunga" (art. 147-ter.1, comma 1, lett. b)), dell'ulteriore votazione assembleare (art. 147-ter.1, comma 3, lett. a), n. 1), della riserva di posti alle liste di minoranza (art. 147-ter.1, comma 3, lett. b)) e della riserva della presidenza del comitato endoconsigliare che

L'arbitraggio sistemico si può ottenere per gradi, a seconda degli stadi di sviluppo e degli obiettivi strategici della società. Ad esempio, la società può cominciare con il trasferire la sola sede di quotazione o la sola sede legale o la sola sede amministrativa, e proseguire, successivamente, con il trasferimento di una o più delle altre sedi, come è accaduto per diverse società della galassia Fiat. In ogni caso, l'efficacia persuasiva (o dissuasiva) dell'arbitraggio sistemico nei confronti delle autorità pubbliche non dipende necessariamente dalla sua realizzazione in concreto. È sufficiente la mera minaccia, anche solo implicita, di avvalersene, purché la minaccia sia credibile. E la minaccia è tanto più credibile quanto più facile è, per la società, portarla ad esecuzione in caso di risposta negativa o di insufficienza della risposta da parte delle autorità pubbliche alle richieste o aspettative della prima, ed è tanto più efficace quanto più dannosa sarebbe la sua concretizzazione per lo Stato o gli Stati coinvolti.

Non ogni collocazione all'estero di sedi della società è suscettibile di generare forme di arbitraggio sistemico tali da ingenerare preoccupazioni e raccomandare reazioni di ordine regolamentare da parte degli Stati che ne sono soggetti. Molto dipende dal settore economico di riferimento, dalla natura delle società "migranti" e dalle combinazioni di sedi a cui la società ricorre. L'Irlanda, ad esempio, ancor più da quando ha avuto luogo Brexit, attrae società che si occupano di produrre e offrire al pubblico strumenti finanziari di gestione collettiva del risparmio (come quote di fondi comuni di investimento e di *exchange-traded fund*). Tuttavia, gli azionisti di controllo di queste società, ovunque si trovino nell'Unione Europea o nel resto del mondo, in Irlanda pongono sia la sede legale che la sede amministrativa²². La giurisdizione irlandese si sta quindi specializzando nel settore del risparmio gestito. Per quanto importante, anzi fondamentale, si tratta pur sempre di un singolo settore

si occupa di controllo interno e gestione dei rischi (art. 147-ter.1, comma 4). Agli azionisti di minoranza significativi, contrapposti al consiglio di amministrazione uscente e sconfitti in sede di prima votazione assembleare, è dato modo, direttamente o indirettamente, di recuperare terreno nella composizione del prossimo consiglio di amministrazione. Non è un mistero che in importanti società quotate italiane, caratterizzate tanto dalla presenza di azionisti di minoranza (non investitori istituzionali) attivisti quanto da una proprietà sufficientemente frazionata da attribuire preminenza al consiglio di amministrazione, capitò che gli azionisti di minoranza attivisti siano anche imprenditori di rilievo e azionisti di controllo di altre società quotate, già migrate o a rischio di migrazione. La disciplina della lista del consiglio di amministrazione uscente di cui all'art. 147-ter.1 t.u.f., inutilmente complessa e oltremodo confusa, sembra voler rispondere alle loro "preoccupazioni" piuttosto che all'esigenza di rendere più efficiente il governo delle società quotate.

²² A ciò costretti dalla normativa dell'Unione Europea stessa. Le società di gestione del risparmio, così come le banche, devono avere sede legale e sede amministrativa nel medesimo Stato membro (v. l'art. 7, par. 1, lett. d), direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), e l'art. 8, comma 1, lett. e), direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi).

economico. In ogni caso, non esisterebbe alcuna contromisura di tipo esclusivamente giuridico capace di contrastare il dominio irlandese, poiché il quadro regolamentare dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari è fortemente armonizzato nell'Unione Europea, con ciò limitandosi la libertà di azione degli Stati membri, e la specializzazione dell'Irlanda ha origini e giustificazione in motivazioni per lo più extragiuridiche. Il vantaggio competitivo dell'Irlanda risiede, infatti, nell'uso della lingua inglese nella redazione dei prospetti, nel dominio di *asset manager* anglosassoni e americani, che prediligono una giurisdizione di lingua inglese anche solo per facilitare i rapporti tra filiale irlandese e casa madre (con sede negli Stati Uniti o nel Regno Unito), nella disponibilità di risorse umane qualificate formatesi negli anni, nonché in una particolare attitudine *business-friendly* dell'Autorità di vigilanza, che, consapevole dell'importanza per l'economia irlandese del settore, coopera con le altre autorità pubbliche per garantire al Paese la supremazia nell'industria del risparmio gestito. Infine, la circostanza che le società di promozione di organismi di investimento collettivo del risparmio collochino e mantengano in Irlanda sia la sede legale che la sede amministrativa esclude quella separazione tra sedi presupposta dalla nozione di arbitraggio sistemico qui adottata.

3. Trasferimento della sede legale all'estero a fini di arbitraggio sistemico

Il Lussemburgo, invece, si è affermato da lungo tempo quale giurisdizione di riferimento per le *holding* di famiglia, in specie di provenienza italiana. In passato, la primazia del Lussemburgo trovava ragione nei limitati obblighi di trasparenza a cui erano soggette le società ivi registrate, nella discrezione e benevolenza delle sue autorità pubbliche, e in vantaggi fiscali. Con il passare del tempo, la scelta degli imprenditori italiani di collocare in Lussemburgo la *holding* di famiglia è diventata una consuetudine, anche per l'esperienza accumulata dai professionisti italiani e lussemburghesi nel caldeggiare e assecondare questa prassi. Quale che sia la ragione di volta in volta dominante, la maggioranza o quasi totalità dei gruppi privati più rappresentativi del capitalismo familiare italiano ha o ha avuto al vertice una *holding* di diritto lussemburghese. Ma non si è mai lamentato il verificarsi di una migrazione in Lussemburgo di gruppi industriali italiani per il solo fatto che essi si trovassero controllati, al vertice, da *holding* lussemburghesi tanto quanto si lamenta, oggi, la migrazione in Olanda dei medesimi o di altri gruppi industriali italiani. La ragione sta nella differente tecnica utilizzata e nelle differenti implicazioni.

Nella tradizione del capitalismo familiare italiano, si danno storicamente (almeno) due *holding*, di cui una prima avente sede legale e amministrativa in Lussemburgo (la "*holding* di famiglia", appunto) e una seconda avente sede legale e amministrativa in Italia (la "*subholding* italiana"). La *holding* di famiglia lussemburghese

è direttamente controllata dalle persone fisiche dei fondatori o degli eredi dei fondatori e controlla la *subholding* italiana. La *holding* di famiglia è pura, nel senso che ha quale unico *asset* la partecipazione di controllo nella *subholding* italiana e quale unico scopo la sua gestione. La *subholding* italiana è di regola mista, nel senso che controlla e gestisce le eventuali società operative estere ed esercita in via diretta, dalla propria sede amministrativa, l'attività d'impresa concernente il mercato italiano. La *subholding* italiana, inoltre, è generalmente la società che ha le proprie azioni quotate sul MTA gestito da Borsa Italiana. Benché al vertice della catena di controllo societario si ponga una società lussemburghese a tutti gli effetti (che, infatti, redige il bilancio consolidato), il fatto che le attività operative italiane facciano direttamente capo ad una società con sede legale e amministrativa in Italia, che questa sia a sua volta la controllante delle operative estere, che sia quotata sul mercato azionario italiano e, in quanto tale, sia a sua volta tenuta alla redazione del bilancio consolidato (oltre che del bilancio di esercizio) secondo le norme italiane è sempre parso relativamente rassicurante sotto il profilo della "italianità". Nel prosieguo, chiamerò questo schema transattivo, per brevità, la "soluzione lussemburghese"²³.

Gli schemi transattivi usati nell'ambito delle operazioni riguardanti l'Olanda sono invece diversi (nel prosieguo, collettivamente identificati come la "soluzione olandese"). Sempre usando una buona dose di semplificazione, tali schemi sono riconducibili a due tipologie. L'una, più frequente, è quella della fusione transfrontaliera inversa con incorporazione della *holding* operativa italiana quotata in una società interamente controllata dalla prima con sede legale in Olanda, avente la forma giuridica di *naamloze vennootschap* ("N.V."), e sede fiscale e amministrativa in Italia²⁴, coincidente con la sede fiscale e amministrativa della società incorporata italiana. Al termine della fusione, la controllata incorporante olandese diviene la *holding* del nuovo gruppo, acquisendo una nuova denominazione o la denominazione

²³ In realtà, si è sovente assistito alla creazione di gruppi piramidali verticali consistenti in diverse *subholding* estere e italiane collocate tra la capogruppo lussemburghese e la *subholding* operativa italiana quotata al fine di dare leva alla partecipazione dell'azionista di controllo. Attraverso l'uso di molteplici "veicoli" societari, una contenuta partecipazione nella capogruppo "a monte" può infatti tradursi in una partecipazione di maggioranza nella *subholding* operativa quotata "a valle". Le strutture piramidali rappresentano, come il voto maggiorato, meccanismi di rafforzamento del controllo. A differenza del voto maggiorato, però, sono meno trasparenti e intellegibili. In un mondo (non ideale, certamente) ove gli azionisti di controllo sono alla continua di ricerca di soluzioni per il potenziamento del controllo, un legislatore consapevole dell'impossibilità di proibirli tutti anche solo perché sottoposto alla concorrenza di legislatori esteri più permissivi, si comporta in modo economicamente efficiente e socialmente desiderabile se cerca di mettere naturalmente "fuori gioco" gli strumenti di rafforzamento del controllo meno trasparenti (e magari con componente estera) incentivando l'uso di altri strumenti, funzionalmente equivalenti per l'azionista di controllo, ma più trasparenti, verificabili e sottoposti alla sua esclusiva autorità (v., sul punto, anche ENRIQUES, *Corporate Governance Reforms in Italy: What Has Been Done and What Is Left to Do*, in *European Business Organization Law Review*, vol. 10, 2009, p. 507).

²⁴ O altrove, come è avvenuto per Fiat (v. *supra*, nt. 1).

della controllante incorporata italiana, emettendo azioni a favore degli azionisti della controllante incorporata e quotandole sul mercato azionario italiano e/o su uno o più mercati azionari esteri. A seconda dei casi, la *holding* olandese può esercitare direttamente attività d'impresa in Italia attraverso una sede secondaria con rappresentanza stabile ai sensi dell'art. 2508 c.c. o, come accade per lo più, divenire una *holding* pura (senza dunque una sede secondaria con rappresentanza stabile ai sensi dell'art. 2508 c.c.), con società controllate operative distinte per i vari mercati e le varie giurisdizioni in cui opera, compresa quella italiana.

La seconda tipologia, meno frequente in passato ma sempre più in auge a partire dal caso *Polbud*²⁵, consiste nella ridomiciliazione della sede legale in Olanda da realizzarsi mediante trasformazione transfrontaliera del tipo società per azioni, con conservazione della personalità giuridica, in una *naamloze vennootschap* retta dal diritto olandese²⁶. La società risultante dalla trasformazione, pur avendo sede legale in Olanda, conserva in Italia la sua sede fiscale e amministrativa (tecnicamente, una sede secondaria con rappresentanza stabile ai sensi dell'art. 2508 c.c.) e, di regola, la sede di quotazione (a cui possono aggiungersi anche una o più sedi di quotazione estere), senza procedere ad alcuna riorganizzazione delle proprie attività operative e del personale e senza alcun impatto sui rapporti giuridici della società, che proseguono in Italia senza soluzione di continuità. Se, dunque, la società era una *holding* operativa quando collocata in Italia e di diritto italiano, tale rimane anche dopo la trasformazione in società con sede legale in Olanda e di diritto olandese.

La soluzione olandese differisce dalla soluzione lussemburghese poiché, se in forza di quest'ultima soluzione la *holding* operativa (la *subholding* italiana) mantiene le sue sedi legale, amministrativa e di quotazione in Italia, con la soluzione olandese le sedi amministrativa e di quotazione della *holding*, pura o mista, sono sì conservate in Italia ma la sede legale finisce per essere collocata, per via di fusione o per via di trasformazione, in Olanda. L'allontanamento dalla giurisdizione, dalle autorità e dagli interessi dell'Italia è percepito come maggiore, poiché a sottrarsi al diritto societario italiano non è soltanto il "comandante" (vale a dire la *holding* di famiglia capogruppo) ma anche "il centro di comando" (vale a dire la *holding* che controlla e gestisce le attività italiane), per quanto permangano punti di contatto²⁷.

²⁵ V. Corte Giust. UE, 25 ottobre 2017, causa C-106/16, *Polbud/Wykonawstwo sp. z o.o.*, secondo cui la trasformazione transfrontaliera può consistere anche nel trasferimento nello Stato membro di destinazione della sola sede legale della società e non anche della sua sede effettiva, che può pertanto rimanere collocata nello Stato membro di partenza.

²⁶ A questo schema transattivo sono ricorse, da ultimo, Davide Campari-Milano S.p.A. ("Campari"), Ariston Thermo Holding S.p.A. e Brembo S.p.A. ("Brembo").

²⁷ In quanto società quotata, la *holding* che controlla e gestisce le attività italiane, benché di diritto olandese, è tenuta a redigere i propri bilanci, di esercizio e consolidato, secondo i medesimi principi contabili IAS/IFRS in base ai quali redigerebbe i propri bilanci se fosse retta dal diritto italiano.

La separazione della sede legale dalla sede effettiva, del tipo di quella che si realizza con la soluzione olandese, è tradizionalmente valutata attraverso le lenti dell'arbitraggio normativo. La grande impresa, quando le è consentito di abbracciare il diritto societario di un Paese diverso da quello in cui si trova la sua sede effettiva mediante il mero spostamento della sede legale, può infatti andare alla ricerca e avvantaggiarsi del diritto societario più favorevole sopportando costi di transazione relativamente bassi²⁸. Tale scenario si verifica raramente nei rapporti tra Stati pienamente sovrani, nella misura in cui essi, essendo liberi di porre restrizioni all'aggiramento delle loro giurisdizioni, per lo più si attengono al criterio di collegamento della sede effettiva. Ma in presenza di un'unione politica sovraordinata, nella forma di uno Stato federale vero e proprio (come sono gli Stati Uniti) o anche solo di un'aggregazione di Stati sovrani di tipo consortile e quasi federale (come è l'Unione Europea) in cui gli Stati cedono collettivamente porzioni di sovranità ad organi di governo centralizzati, nella misura in cui il fine ultimo è quello di salvaguardare (come è il caso negli Stati Uniti) o creare *ex novo* (come è il caso nell'Unione Europea) un mercato unico integrato, la situazione può cambiare radicalmente. Il criterio di collegamento della sede effettiva può dover cedere il passo al criterio di collegamento della sede legale, che favorisce la libertà di stabilimento e dunque la mobilità giuridica delle imprese. E la libertà di movimento tra ordinamenti differenti senza necessità di spostamento della sede effettiva è il fattore che può alimentare il controverso fenomeno dell'arbitraggio normativo.

La ricaduta di più immediata percezione, e più studiata, che deriva dalla possibilità di arbitraggio normativo è quella della concorrenza regolamentare, posto che i Paesi interessati a mantenere o ad accrescere la loro quota di mercato nel settore delle *incorporation* si vedono costretti a rendere il loro diritto societario sempre più appetibile nei confronti delle imprese²⁹. In queste condizioni, il diritto societario diviene un prodotto di consumo, di cui gli Stati sono i produttori e le imprese i consumatori. Poiché le imprese hanno aspettative omogenee o, detto in altri termini, il loro bisogno di consumo è sempre il medesimo, vale a dire un diritto societario che ne accresca il valore³⁰, e ciascun diritto societario indipendentemente dal Paese di provenienza può teoricamente rispondere a detto bisogno di consumo, gli ordinamenti societari si trovano ad essere sostituibili tra loro, con ciò ingenerandosi una relazione concorrenziale³¹. Della presenza di concorrenza tra produttori, come avviene in

²⁸ V. *supra*, par. 2.

²⁹ V. ARMOUR, *Who Should Make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition*, in *Current Legal Problems*, vol. 58, 2005, p. 369 ss.

³⁰ Ad essere più precisi, un diritto societario che massimizzi la somma del valore di impresa e dei benefici privati del controllo ottenibili da chi controlla l'impresa.

³¹ V. OGUS, *Competition Between National Legal Systems: A Contribution of Economic Analysis to Comparative Law*, in *International and Comparative Law Quarterly*, vol. 48, 1999, p. 410 s.

qualsivoglia mercato concorrenziale, beneficiano i consumatori, che possono con il loro comportamento di consumo esercitare pressione sui primi, dettare o condizionare indirettamente i termini dello scambio, e dunque la natura del prodotto giuridico che viene offerto loro, e finanche sfruttare opportunisticamente combinazioni di prodotto, acquistando in parte dagli uni e in parte dagli altri. Da qui segue, poi, la naturale inclinazione degli Stati privi di mezzi per impedire alle imprese consumatrici di scegliere i prodotti giuridici dei concorrenti di imitare i prodotti altrui ogniqualvolta questi ultimi intercettino meglio le aspettative delle imprese. Tale inclinazione genera il fenomeno della spontanea convergenza *bottom-up* tra ordinamenti anche in assenza di una autorità superiore che imponga un'armonizzazione *top-down*.

Benché tradizionalmente studiato in questi termini, l'arbitraggio normativo può però divenire parte di uno schema di gioco più ampio, di arbitraggio sistemico, appunto. Se l'arbitraggio normativo evolva in arbitraggio sistemico dipende dalla relazione politica e giuridica tra gli Stati di partenza e gli Stati di destinazione e dalla natura dei danni patiti da primi e dei benefici acquisiti dai secondi.

In un sistema federale politicamente, culturalmente ed economicamente integrato come quello degli Stati Uniti, il dominio del Delaware nel campo del diritto societario non ha particolari conseguenze sistemiche per gli altri Stati. Il Delaware si limita, da un lato, ad esportare il proprio diritto societario e la competenza giurisdizionale delle sue corti e, dall'altro, ad incassare i proventi dalla *franchise tax* annuale che applica alle società iscritte nei propri registri. Ma il Delaware non ha un proprio mercato di quotazione, essendo i mercati azionari americani di dimensione nazionale e comunque con sede a New York. Il Delaware non ha una propria *securities regulation*, né ha proprie autorità di vigilanza e di supervisione delle società quotate, da porre in concorrenza con quelle degli altri Stati, poiché l'unica *securities regulation* è quella federale e l'unica autorità di vigilanza è la Securities and Exchange Commission, che opera appunto su scala nazionale.

Non è nemmeno corretto sostenere che il dominio del Delaware nel mercato della costituzione di società comporti il dominio dei professionisti che in tale Stato risiedono nel settore dei servizi legali offerti alle società. In tutte le università americane di rilevanza nazionale, ovunque esse si trovino, gli studenti sono chiamati a studiare il diritto societario del Delaware nella lingua comune a tutto il Paese, l'inglese. Di più. Essendo il diritto (privato) degli Stati comparabile, essendo la laurea ottenuta in una qualunque *law school* di rilevanza nazionale sufficiente ad accedere al *bar exam* di un qualunque Stato, ed essendo il *bar exam* strutturato sostanzialmente nello stesso modo in tutti gli Stati, non è in alcun modo proibitivo per studenti di legge e avvocati americani di un qualunque Stato superare il *bar exam* anche dello Stato del Delaware, così da essere abilitati a prestare consulenza a società del Delaware e frequentarne le corti indipendentemente dalla loro residenza e sede di lavoro. Peraltro, a certe condizioni ed entro determinati limiti, anche avvocati abilitati esclusivamente in Stati diversi dal Delaware sono ammessi a esercitare la professione legale in

quest'ultimo Stato³². Lo Stato di provenienza è poi del tutto irrilevante quando si tratta di individuare i candidati più adatti per un consiglio di amministrazione, proprio perché lingua, cultura, norme sociali, etica dei comportamenti, sono identici o simili e il quadro giuridico è il medesimo o comunque facilmente conoscibile.

Infine, poiché il *business* dello Stato del Delaware consiste in larga misura nell'attrarre nella propria giurisdizione la registrazione del più ampio numero di società possibile al fine di massimizzare gli importi riscossi con la *franchise tax*³³, dovendo il suo legislatore e i suoi giudici cooperare a tal fine in quanto portatori di interessi dello Stato e di interessi personali convergenti, ed essendo sia il suo diritto scritto che il suo diritto giurisprudenziale costantemente sotto i riflettori, il Delaware, pur votato ad un approccio flessibile e permissivo per quanto concerne la natura delle regole societarie organizzative, è costretto a mantenere elevata la sua reputazione commerciale sul mercato. Ciò implica un approccio rigoroso alle regole societarie comportamentali, come la vicenda dell'annullamento del compenso erogato a Elon Musk dal Consiglio di amministrazione di Tesla, Inc. ("Tesla") da parte della *Court of Chancery* ha ancora una volta ampiamente dimostrato³⁴. È quindi il Delaware la prima vittima del proprio successo e del rischio di competizione al ribasso³⁵. Se e quando gli altri Stati volessero riappropriarsi di una quota di *incorporation*, ad esempio quella relativa alle società che non temono il severo giudizio degli investitori istituzionali, potrebbero benissimo farlo accrescendo la discrezionalità del *management*, come del resto è stato fatto in passato con gli *antitakeover statutes* e si fa ora con i *constituency statutes*³⁶, o allentando la morsa dei doveri fidu-

³² V. la *Rule 5.5* delle *Delaware Lawyers' Rules of Professional Conduct* e, per gli "house attorneys" (i soggetti che esercitano la professione legale come *in-house counsel*), v. la *Rule 55.1* delle *Rules of the Supreme Court of the State of Delaware*.

³³ Da calcoli effettuati relativamente all'esercizio fiscale dell'anno 2014, ad esempio, risulta che le varie tipologie di *franchise tax* applicate alle società abbiano rappresentato la seconda fonte di entrate fiscali per lo Stato. Lo si legge su <https://eu.delawareonline.com/>.

³⁴ V. *Tornetta v. Musk*, 310 A.3d 430 (Del. Ch. 2024).

³⁵ V. FRANCIS, *The Big Loser in Tesla's Shareholder Vote Is Delaware*, in *The Wall Street Journal*, June 16, 2024, disponibile su www.wsj.com; SCHUMPETER, *Casino capitalism*, in *The Economist*, March 16th, 2024, p. 62.

³⁶ Secondo il Nevada Revised Statutes, § 78.138(4), «Directors and officers, in exercising their respective powers with a view to the interests of the corporation, may: Consider all relevant facts, circumstances, contingencies or constituencies, which may include, without limitation, one or more of the following: (1) The interests of the corporation's employees, suppliers, creditors or customers; (2) The economy of the State or Nation; (3) The interests of the community or of society; (4) The long-term or short-term interests of the corporation, including the possibility that these interests may be best served by the continued independence of the corporation; or (5) The long-term or short-term interests of the corporation's stockholders, including the possibility that these interests may be best served by the continued independence of the corporation».

ciari degli azionisti di controllo, come avviene in Nevada, o mantenendo (strategicamente o meno) una posizione ambigua sul punto, come accade in Texas³⁷. Non a caso, Elon Musk sta spostando (dal Delaware) la sede legale delle società più iconiche da lui controllate tanto in Nevada³⁸ quanto in Texas³⁹.

Niente di tutto ciò ha avuto o ha luogo, almeno per ora, nell'Unione Europea⁴⁰. Il Regno Unito, tra *Centros* e Brexit, aveva sì beneficiato della collocazione nella sua giurisdizione della sede legale di società con sede amministrativa nell'Europa continentale, ma il fenomeno si è fondamentalmente limitato ad alcune società a responsabilità limitata e si è esaurito con l'eliminazione del requisito del capitale sociale minimo sostanzialmente in tutte le giurisdizioni dell'Unione Europea. Nemmeno il posizionamento dell'Olanda, che pure dimostra di avere un considerevole *appeal* tra le società dell'Europa continentale, è paragonabile a quello del Delaware.

Il *business* principale dell'Olanda non è, o almeno non è ancora, quello di attrarre la sede legale di società provenienti dal resto dell'Unione Europea. Le opzioni più controverse del suo diritto societario di cui le società con sede amministrativa

³⁷ V. SIMMERMAN-CHANDLER-BERGER, *Delaware's Status as the Favored Corporate Home: Reflections and Considerations*, May 8, 2024, disponibile su <https://corpgov.law.harvard.edu/>, dove si afferma che «Texas case law suggests that controlling shareholders, even in a closely held corporation, do not owe formal fiduciary duties to their fellow shareholders» sebbene «a few Texas cases have alluded to a controlling shareholder owing fiduciary duties to the corporation».

³⁸ In Nevada è stata spostata la sede legale di X Corp. (v. CORSE, *Twitter Inc. Changes Its Name to X Corp. and Moves to Nevada*, in *The Wall Street Journal*, April 12, 2023, disponibile su www.wsj.com) e di Neuralink (v. GLICKMAN, *Elon Musk's Neuralink Files to Incorporate in Nevada*, in *The Wall Street Journal*, February 9, 2024, disponibile su www.wsj.com).

³⁹ La ragione della *reincorporation* in Texas di Tesla (CAMPBELL-WHEATLEY, *Tesla asks shareholders to approve move to Texas and ratify Elon Musk's pay*, in *The Financial Times*, April 17, 2024, disponibile su www.ft.com) e SpaceX (v. OJEA, *Elon Musk's SpaceX Looks to Move Incorporation to Texas From Delaware*, in *The Wall Street Journal*, February 14, 2024, disponibile su www.wsj.com) non risiede esclusivamente nel fatto che in Texas già si trova la sede effettiva o il principale luogo di svolgimento delle attività di impresa delle società interessate. SpaceX, ad esempio, ha ottenuto la *reincorporation* in Texas il 14 febbraio 2024, ma solo il 16 luglio 2024, in seguito alla notizia dell'adozione da parte della California di una controversa legge sulle comunicazioni scuola-famiglia in materia di orientamento sessuale degli studenti. Elon Musk ha annunciato l'intenzione di trasferire in Texas anche la sede effettiva della società (v. PISANI-CORSE-MAIDENBERG, *Musk Says He Will Move X and SpaceX Headquarters Out of California*, in *The Wall Street Journal*, July 16, 2024, disponibile su www.wsj.com). In ogni caso, è da escludere, stando alle motivazioni pubblicamente addotte da Elon Musk stesso, che, se il rigore usato dal Texas nell'applicare i doveri fiduciari dell'azionista di controllo fosse percepito (da lui e dai suoi consulenti) come identico o anche solo analogo a quello usato dal Delaware, si sarebbe intrapresa la strada (che per Tesla ha implicato anche un impegnativo voto assembleare) del trasferimento in Texas della sede legale di diverse società prima registrate in Delaware.

⁴⁰ Come, del resto, all'indomani e a dispetto dei casi *Centros* e successivi era stato da taluno lucidamente predetto: V. ENRIQUES, *EC Company Law and the Fears of a European Delaware*, in *European Business Law Review*, vol. 15, 2004, p. 1259 ss.

all'estero si avvalgono sono diverse da quelle di cui si avvalgono le società domestiche⁴¹, riducendo quindi la pressione “politica” a mantenere particolari *standard* reputazionali di salvaguardia delle prerogative degli investitori. Quando, poi, il mercato di quotazione non è quello di Amsterdam, l'incentivo a tutelare gli investitori si riduce al minimo. I mercati nazionali dei servizi legali, per quanto vi siano stati tentativi di renderlo più integrato a livello europeo, rimangono tendenzialmente chiusi per effetto della combinazione di barriere linguistiche, diversità di requisiti di ammissione alla professione, radicale diversità degli ordinamenti da studiare e di struttura degli esami da superare.

In linea di principio, le migrazioni societarie, incentivate o meno che siano dagli Stati di destinazione come l'Olanda, potrebbero contribuire, involontariamente e indirettamente, alla creazione di un mercato dei capitali europeo unico, ed essere pertanto considerate con favore. Con lo spontaneo accentramento delle sedi legali in Stati membri quali l'Olanda e in mercati azionari quali quello di Amsterdam, infatti, potremmo avvicinarci, secondo un percorso *bottom-up*, ad alcuni obiettivi della Capital Markets Union. Secondo questa prospettiva, le migrazioni societarie dovrebbero essere valutate positivamente poiché con esse si aggirerebbero gli ostacoli di natura politica che si frappongono alla creazione di un mercato dei capitali pienamente integrato. Sennonché, proprio in considerazione del fatto che gli ostacoli alla Capital Markets Union sono di natura eminentemente politica, essendo ciascuno Stato membro geloso del proprio quadro normativo, delle proprie autorità di vigilanza, della propria Borsa, e delle proprie infrastrutture di mercato, non è chiaro se “fughe in avanti” come quelle generate dalle migrazioni societarie tra Stati membri facilitino il processo o, al contrario e più probabilmente, lo rendano ancora più indigesto politicamente così da complicarlo ulteriormente. È plausibile ipotizzare, infatti, che dinnanzi ad una palese dimostrazione delle conseguenze sistemiche di un massiccio spostamento di sedi legali e di quotazione (in un primo momento)⁴² ed eventualmente anche di sedi amministrative e fiscali (in un secondo momento), gli Stati membri destinati a soccombere o ad essere più penalizzati dalle migrazioni, acquisita la consapevolezza del rischio di impoverimento del proprio tessuto societario ed economico-finanziario, finiscano per tirare il freno, opponendosi ad una ulteriore integrazione *top-down* nelle sedi politiche dell'Unione Europea a dispetto della convenienza a perseguire una piena integrazione per imprese, investitori e Unione Europea nel suo complesso.

⁴¹ V. BELCREDI-FAVERZANI-SIGNORI, *op. cit.*

⁴² Su tali conseguenze sistemiche v. *infra*, par. 4.

4. Gli incentivi al trasferimento della sede legale in Olanda: da dove originano

Sebbene sugli strumenti da utilizzare per ottenere una riduzione degli incentivi al trasferimento della sede legale in Olanda ci si divide⁴³, condivisa è la percezione che sia opportuno ed anzi necessario ridurli. A questa conclusione si giunge in considerazione dei danni sistemici che la migrazione all'estero di società italiane genera al Paese. Per svolgere alcune considerazioni in proposito occorre muovere dall'esame delle cause che hanno spinto diverse e rilevanti società italiane a effettuare questa scelta.

Indipendentemente da ciò che si legge nelle relazioni predisposte dai consigli di amministrazione per le assemblee straordinarie con all'ordine del giorno la proposta di trasferimento della sede legale in Olanda, è empiricamente dimostrato che l'operazione di trasferimento ha in quasi tutti i casi trovato ragione d'essere nel desiderio, degli azionisti di maggioranza, di potersi avvalere della maggioranza dei diritti di voto per azione messa a disposizione dal diritto olandese⁴⁴, che, fermo restando il rispetto della parità di trattamento, non contempla restrizioni numeriche. In effetti, sono gli stessi consigli di amministrazione a non farne più mistero. Nelle loro relazioni si afferma con sempre maggiore chiarezza che l'obiettivo prioritario della sottoposizione al diritto societario olandese è proprio quello del rafforzamento degli azionisti di lungo termine attraverso il ricorso ad una struttura flessibile del capitale sociale⁴⁵.

La disponibilità del voto maggiorato secondo programmi di fedeltà basati sul possesso continuato e prolungato delle azioni non è tuttavia da sola sufficiente a spiegare il perché della scelta della giurisdizione olandese. Fiat, nel 2014, anziché andare alla ricerca della duplicazione del voto consentita (ma non espressamente regolata) dalla normativa olandese, avrebbe potuto spostare la sede legale in Francia, dove il raddoppio del voto era previsto per legge, ampiamente sperimentato e quindi giuridicamente più solido. Il fatto è che l'Olanda e la sua storia davano, e danno, garanzie di stabilità politica, certezza del diritto e salvaguardia dei diritti

⁴³ Sul punto si tornerà nel prossimo paragrafo.

⁴⁴ Cfr. BELCREDI-FAVERZANI-SIGNORI, *op. cit.*

⁴⁵ Se nella relazione predisposta dal Consiglio di amministrazione di Fiat (sostanzialmente la prima in ordine di tempo a migrare) l'obiettivo di «premiare gli azionisti di lungo periodo» occupava l'ultimo posto nella lista delle motivazioni dell'operazione, nella relazione predisposta dal Consiglio di amministrazione di Brembo (l'ultima in ordine di tempo a migrare) l'obiettivo di «adottare una struttura flessibile del capitale sociale» e quello di «premiare, con maggiore efficacia e incisività, l'azionariato con orientamento a lungo termine» occupano il primo e il secondo posto della lista.

proprietari e contrattuali, maggiori di quante ne diano l'Italia o la Francia stessa⁴⁶. L'Olanda, sotto questo profilo, è paragonabile ad un Paese anglosassone⁴⁷, benché sia di *civil law*⁴⁸. Non è quindi del tutto peregrina l'affermazione, che si legge appunto nelle relazioni predisposte dai consigli di amministrazione, secondo cui la società, con il trasferimento della sede legale in Olanda, si ripropone di beneficiare «di un ordinamento giuridico riconosciuto e apprezzato da investitori e operatori del mercato a livello internazionale»⁴⁹.

La protezione offerta agli investitori dall'ordinamento societario olandese contro tentativi di espropriazione da parte dei controllori è seria e credibile⁵⁰. Gli azionisti di controllo avrebbero potuto disporre il trasferimento della sede legale in giurisdizioni anche più favorevoli di quella olandese, in quanto più lasche nella protezione dei diritti delle minoranze. Ma la consapevolezza del rischio di essere abbandonati

⁴⁶ La Francia ha dato dimostrazione del rispetto che nutre per i diritti proprietari e contrattuali con la legge n. 2014-384 del 29 marzo 2014 (c.d. "Loi"), che ha introdotto d'imperio per tutte le società, comprese quelle già quotate, la regola del voto doppio sovvertendo la previgente e storica regola di *default* di un voto per azione, salvo prevedere la "foglia di fico" della facoltà di *opt-out* con un voto a maggioranza dei due terzi, il cui trucco non è stato però difficile smascherare sin da subito: cfr. BECHT-KAMISARENKA-PAJUSTE, *Loyalty Shares with Tenure Voting: Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment*, in *Journal of Law and Economics*, vol. 63, 2020, p. 473 ss., per l'osservazione che, tra le società quotate che prima della modifica della regola di *default* erano storicamente adagate sul principio di un voto per azione, mentre una larga maggioranza ha esercitato la facoltà di *opt-out* con voto assembleare, nessuna di quelle in cui lo Stato francese deteneva una minoranza di blocco è tornata allo *status quo ante*.

⁴⁷ V. MAHONEY, *The Common Law and Economic Growth: Hayek Might Be Right*, in *Journal of Legal Studies*, vol. XXX, 2001, p. 503 ss., per la dimostrazione che il sistema di *common law* inglese si è sviluppato quale strumento dell'aristocrazia terriera e della classe dei mercanti per garantirsi una forte protezione dei loro diritti proprietari e contrattuali e limitare la capacità della Corona di interferire con i mercati, laddove il sistema di *civil law* francese, al contrario, si è sviluppato per riaffermare il potere sovrano e supremo dello Stato anche nei confronti di diritti proprietari e contrattuali acquisiti. Tali differenze si sono riverberate poi sul ruolo e la considerazione sociale del sistema giudiziario. Nella tradizione inglese, i giudici, con la loro indipendenza, imparzialità e probità, dovevano fare da contraltare al potere sovrano dello Stato per la protezione dei diritti degli attori di mercato. Nella tradizione francese post-rivoluzionaria e napoleonica, i giudici, proprio perché percepiti come baluardi di un *ancien régime* fondato su privilegi aristocratici e disuguaglianze sociali ed economiche, dovevano essere pienamente soggiogati al potere sovrano dello Stato, non potendo opporsi ad alterazioni dei diritti proprietari e contrattuali disposte nell'interesse superiore del secondo.

⁴⁸ Nell'ambito della classifica compilata annualmente dalla Property Rights Alliance sulla base dell'International Property Rights Index, che misura il grado di protezione dei diritti di proprietà accordato da centoventicinque Stati, l'Olanda nel 2023 ha raggiunto la terza posizione, dietro solo a Finlandia e Singapore. L'Italia si colloca in trentacinquesima posizione, mentre la Francia è al ventesimo posto. Il rapporto è leggibile su <https://internationalpropertyrightsindex.org/>.

⁴⁹ Cfr., tra le tante, la relazione predisposta dal Consiglio di amministrazione di Campari.

⁵⁰ V. ENRIQUES, *Migrazioni societarie in Olanda e voto maggiorato*, cit., nonché ID., *Come tutelare i diritti delle minoranze in Olanda*, cit.

dagli investitori internazionali li ha costretti a trovare una giurisdizione di compromesso, che coniugasse in modo ottimale la flessibilità delle norme organizzative sull'allocazione dei diritti di voto (a beneficio del gruppo di controllo) con il rigore delle norme di comportamento imposte ai controllori e la credibilità delle istituzioni incaricate della loro applicazione (a beneficio degli investitori), esattamente come fa, sotto questo profilo, il Delaware.

Un analogo compromesso, fino a tempi recenti, non era offerto, né era politicamente proponibile, da parte della giurisdizione italiana. Da una parte, fino all'agosto del 2014 né il voto maggiorato né il voto plurimo erano autorizzati. Li si sarebbe previsti proprio all'indomani del trasferimento delle sedi legale e amministrativa di Fiat. Dall'altra parte, lo scrutinio a cui venivano sottoposte operazioni in conflitto di interessi potenzialmente espropriative diveniva progressivamente più severo a partire dall'introduzione nel 2010 della regolamentazione Consob in materia di operazioni con parti correlate (e, nel 2011, della complementare disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto promosse dagli *insider*), che andava ad aggiungersi a misure (di legge o di autodisciplina) già da tempo introdotte come la disciplina dei patti parasociali, l'amministratore e il sindaco di minoranza, il rafforzamento dei requisiti di indipendenza di un numero adeguato di amministratori, la loro presenza nei comitati consiliari deputati al monitoraggio della gestione. Vuoi per spontanea iniziativa dei consigli di amministrazione vuoi su sollecitazione della Consob, il cui operato veniva sovente ratificato dalle corti di appello chiamate a validare le sanzioni irrogate ai sindaci, il proposito di imporre agli azionisti di maggioranza e agli amministratori di loro nomina il rispetto del dovere di lealtà agli interessi di tutti gli azionisti otteneva una considerazione sconosciuta in passato.

Una "tempesta perfetta" andava quindi formandosi e abbattendosi sulla giurisdizione italiana. Mossa dal lodevole intento di recuperare sul terreno della protezione degli investitori dopo gli scandali societari eclatanti di inizio millennio, come del resto osservatori e organizzazioni anche internazionali avevano fortemente raccomandato, l'Italia stringeva le maglie intorno alle operazioni in potenziale conflitto di interessi al fine di arginare il canale più comunemente usato dagli azionisti di controllo per appropriarsi in maniera più che proporzionale del valore d'impresa. Memore, inoltre, delle lezioni del suo passato, costellato di usi impropri del voto plurimo tra le due guerre mondiali, e ossequiosa nei confronti delle indicazioni provenienti dalla più autorevole dottrina economico-giuridica, che consigliava un allineamento dei diritti di voto ai diritti economici per promuovere un esercizio efficiente dei primi, l'Italia perseverava nel proibire forme di moltiplicazione dei diritti di voto associati alle azioni. Non avvedendosi, tuttavia, che giurisdizioni credibili, o perlomeno storicamente più credibili, offrivano e offrono altre forme di contemperamento degli interessi in gioco, sempre più concorrenziali e appetibili, in specie per gruppi votati all'espansione internazionale, alla crescita attraverso acquisizioni,

e ancora in mano ai loro fondatori o agli eredi dei fondatori⁵¹. L'Olanda, infatti, propone, nel *menù* offerto ad azionisti di maggioranza e investitori, flessibili meccanismi di potenziamento del controllo tra cui le *loyalty shares* (che piacciono ai primi) e uno scrutinio severo sull'osservanza del *duty of loyalty* da parte dei controllori (che rassicura i secondi).

La giurisdizione e le autorità italiane sono perciò rimaste, per tragica ironia della sorte, vittime di loro stesse. Da un lato, usando maggiore rigore e severità contro gli azionisti di controllo (almeno rispetto al passato) nella valutazione delle loro condotte potenzialmente espropriative e riducendo le leve a loro disposizione per il rafforzamento del potere di controllo, si sono alienate i loro favori; dall'altro lato, continuando a soffrire di un pregiudizio storico, benché forse non più giustificato, relativamente alla loro qualità e determinazione, non godono ancora presso gli investitori di un livello di fiducia tale da indurre questi ultimi a penalizzare a sufficienza (al di là del voto contrario in assemblea) il trasferimento della sede legale in un altro ordinamento come quello olandese, nonostante questo offra più e più estremi meccanismi di rafforzamento del controllo rispetto all'ordinamento italiano.

5. Gli incentivi al trasferimento della sede legale in Olanda: perché è necessario ridurli

L'abbandono della giurisdizione societaria italiana da parte di un crescente numero di società, alcune delle quali titolari di *brand* noti in tutto il mondo, è suscettibile di generare perdite ingenti per il sistema-Paese. In questo paragrafo, si vuole dare conto di coloro che hanno più da perdere dal trasferimento della sede legale di società quotate italiane, assumendo due circostanze: che il trasferimento implichi sempre anche l'adozione di strumenti di rafforzamento del controllo del tipo di quelli autorizzati in Olanda⁵²; e che tali strumenti di rafforzamento del controllo non siano disponibili in Italia, e quindi non siano impiegabili dalle società che in Italia scelgono di mantenere la sede legale, come del resto è accaduto fino all'emanazione della legge capitali.

Ad onor del vero, non mi pare che tra i soggetti più danneggiati siano annoverabili i soggetti a cui di primo acchito verrebbe da pensare e a cui più si pensa, vale a dire gli investitori che detengono azioni alla data dell'annuncio del trasferimento

⁵¹ V. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 547 ss.

⁵² Così non è sempre, tuttavia. Cementir Holding N.V. è fino ad ora rimasta fedele al principio "un'azione, un voto".

della sede legale. Questi investitori, se contrari al trasferimento della sede legale, sono protetti dal diritto di recesso⁵³.

È pur vero che il criterio di liquidazione del valore delle azioni di cui all'art. 2437-ter, comma 2, primo periodo, c.c., basato come è sulla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso, è imperfetto⁵⁴. Essendo correlato ai prezzi di mercato, ne rimane esso stesso vittima sia quando i prezzi scendono al diffondersi di *rumor* circa il probabile annuncio di un evento percepito come dannoso sia quando i prezzi salgono nella totale assenza di *rumor* di tal genere. Ciò permette all'azionista di controllo di dettare opportunisticamente il *timing* dell'operazione per minimizzare il costo del recesso. Ma tale imperfezione non è sufficiente a generare una perdita significativa per gli investitori. In primo luogo, perché il valore di recesso, pur non equivalendo ai prezzi più elevati raggiunti dal titolo nei sei mesi precedenti, incorpora comunque anche tali prezzi attraverso il meccanismo della media aritmetica, con la conseguenza che il valore di recesso, per quanto non coincidente, non può essere troppo distante dal prezzo di mercato del titolo antecedente alla data dell'annuncio. Potrà forse essere distante dai prezzi più elevati raggiunti episodicamente, ma non potrà allontanarsi di troppo dai prezzi più elevati se questi si sono consolidati per settimane o mesi. In secondo luogo, perché il criterio della media aritmetica delle quotazioni di mercato dal 2014 non è più l'unico criterio di liquidazione ammesso, potendo lo statuto valorizzare, ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 3, secondo periodo, c.c. sia la consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché l'eventuale valore di mercato delle azioni *ex art. 2437-ter, comma 2*, sia criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione *ex art. 2437-ter, comma 4*⁵⁵. Considerata la teorica disponibilità di criteri alternativi, se lo statuto in concreto non li prevede, gli investitori dovrebbero averne tenuto conto in prima istanza nell'acquistare azioni di una società a proprietà concentrata, scontandone il valore *ex ante*. In terzo luogo, perché se è vero l'argomento che, oramai, quello del trasferimento della sede legale in Olanda in

⁵³ Essendo il diritto di recesso concesso anche agli assenti, gli investitori non devono nemmeno sostenere i costi della partecipazione all'assemblea e del voto in dissenso per avvalersi di questo strumento di protezione del valore del loro investimento.

⁵⁴ V. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 424 ss.; ENRIQUES, *Come tutelare i diritti delle minoranze in Olanda*, cit.

⁵⁵ Tra l'altro, il valore che risulta dai criteri alternativi, in ogni caso, non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio della media aritmetica delle quotazioni di mercato.

combinazione con l'adozione di un voto maggiorato estremo è divenuto un'opzione implicita a disposizione di tutte le società, il rischio di un tale evento dovrebbe essere, oramai, anticipato e "prezzato" dagli investitori di tutte le società, comprese quelle in cui l'evento si verifica per davvero⁵⁶.

L'osservazione dei quantitativi di azioni per i quali è stato esercitato il diritto di recesso nei casi di trasferimento della sede legale in Olanda sembra confortare l'idea che gli investitori che detengono azioni alla data dell'annuncio non percepiscano un significativo rischio di perdita. In nessuno dei casi di migrazione si è assistito, infatti, ad un massiccio ricorso al diritto di recesso. Le soglie di tolleranza dell'esborso da recesso a cui tipicamente viene sospensivamente condizionata la delibera di trasferimento sono state superate raramente. E quando sono state superate, la successiva offerta in opzione e prelazione delle azioni per le quali è stato esercitato il diritto di recesso è stata ampiamente sottoscritta anche dagli azionisti di minoranza non recedenti, con ciò segnalando l'esistenza di positive valutazioni sul trasferimento anche all'interno della categoria degli azionisti di minoranza medesimi. Al contempo, è pur vero che alcuni investitori istituzionali, per statuto, non possono fare facilmente ricorso all'opzione del recesso anche quando dissentono da operazioni riorganizzative⁵⁷ e, in ogni caso, possono difettare degli incentivi ad esercitar-

⁵⁶ Scontare un valore in presenza del rischio di un evento avverso non significa, evidentemente, prevenire del tutto il danno qualora l'evento si verifichi. Tutto dipende dalla probabilità con cui si stima il verificarsi dell'evento dannoso. Se si assegna una probabilità di verifica inferiore al 100%, è chiaro che, al verificarsi dell'evento dannoso, si subirà una parte del danno. Tuttavia, al diffondersi della consapevolezza, ricavabile dalla semplice osservazione delle dinamiche societarie in atto, che quella della migrazione in Olanda è un'opzione sempre più concreta e realistica, il mercato è giocoforza indotto ad assegnare una probabilità elevata e crescente alla verifica dell'evento in tutte le società comparabili, riducendo significativamente il margine di danno (ammesso che la migrazione in Olanda sia effettivamente dannosa o percepita come tale) qualora l'evento temuto poi si realizzi.

⁵⁷ Un problema *a latere*, infatti, è se e come investitori istituzionali indicizzati (ormai la forza dominante sui mercati: v. BEBCHUK-HIRST, *The Specter of the Giant Three*, in *Boston University Law Review*, vol. 99, 2019, p. 721 ss.) possano punire comportamenti contrari agli interessi delle minoranze se gli obblighi di replica degli indici impediscono loro di disinvestire massicciamente dai singoli emittenti che compongono detti indici, e dunque impediscano loro di esercitare il diritto di recesso. In mercati prevalentemente popolati da investitori istituzionali indicizzati, la quantità di azioni per la quale si esercita il diritto di recesso può non costituire più una *proxy* attendibile del grado di insoddisfazione degli investitori e del mercato rispetto a deliberazioni o operazioni asseritamente contrarie agli interessi delle minoranze. D'altra parte, il voto assembleare in dissenso, che può avere un valore segnaletico più attendibile, difficilmente può essere risolutore dinnanzi ad azionisti di maggioranza assoluta o relativa (v. VAN DER ELST, *Loyalty Shares and Loyalty Voting*, in *European Company Law Journal*, vol. 21, 2024, p. 1 s.). Il tema di vertice, a cui tutti gli altri temi di *corporate governance* finiscono per essere subordinati, è allora come assicurare che gli investitori istituzionali rimangano nel loro complesso un forte contrappeso agli azionisti di controllo nonostante il fatto che la quota più rilevante delle minoranze azionarie sia oramai composta da fondi di investimento che passivamente replicano indici azionari. Al riguardo, per esempio, ci si è chiesti (HIRST-KASTIEL, *Corporate Governance by Index Exclusion*, in

lo⁵⁸. Ma nemmeno tra gli investitori con libertà di manovra si è assistito ad una corsa all'esercizio del diritto di *exit*.

Il limitato ricorso al diritto di recesso potrebbe invero trovare spiegazioni alternative, non incompatibili con la tesi della verifica di un pregiudizio a carico degli investitori antecedenti. Una prima spiegazione alternativa potrebbe essere che le modalità di calcolo del valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso sia talmente penalizzante da non giustificare l'esercizio del diritto di recesso nonostante il danno che l'investitore pure ritiene di patire con il trasferimento della sede legale all'estero. Una seconda spiegazione alternativa potrebbe invece basarsi sull'artificiosa distorsione delle quotazioni generate dalla disponibilità del diritto di recesso stesso e dalle modalità di calcolo del valore di liquidazione. Né l'una spiegazione alternativa né l'altra, tuttavia, paiono plausibili.

La prima spiegazione non è convincente poiché, al fine di assumere la decisione se recedere o meno, l'investitore non guarda al passato, confrontando il valore di recesso con il prezzo di mercato che il titolo aveva prima dell'annuncio del trasferimento della sede legale, ma guarda al futuro, confrontando il valore di recesso con il prezzo di mercato del titolo che l'investitore stesso si attende a partire dal giorno successivo alla data di scadenza dei termini per l'esercizio del diritto di recesso⁵⁹. Di conseguenza, se la maggioranza degli investitori non recede, deve essere perché ritiene il valore atteso del titolo⁶⁰ successivamente alla scadenza dei termini di esercizio del diritto di recesso superiore al valore di recesso, a dispetto del trasferimento all'estero della società in portafoglio. Considerato, come si è ragionato sopra,

Boston University Law Review, vol. 99, 2019, p. 1229 ss.) se non possano essere le società di gestione dei fondi indicizzati a fare pressione sugli *index provider* affinché questi compongano i loro indici secondo criteri tali da escludere le società quotate che non si conformano a determinate prassi di *corporate governance* nell'interesse degli investitori, tra cui appunto il rigetto delle azioni a voto multiplo (non soggette a scadenza). Ma l'esame della questione travalica i confini di questo lavoro.

⁵⁸ Si è appena menzionato che i fondi di investimento indicizzati non possono esercitare, se non parzialmente, il diritto di recesso, poiché devono rimanere investiti per statuto secondo le quantità richieste dalla composizione dell'indice. Ma proprio perché tutti gli investitori indicizzati devono rimanere investiti negli indici secondo le medesime percentuali e considerato che gli investitori indicizzati competono tra loro non sotto il profilo della bontà degli investimenti nelle singole società in portafoglio bensì sotto quelli della scelta *ex ante* degli indici a cui agganciare i loro investimenti e dell'ammontare delle commissioni imposte ai sottoscrittori, le società di gestione di fondi di investimento indicizzati, quantomeno in termini patrimoniali relativi (valore dei fondi) e in termini concorrenziali (quote di mercato), non sono suscettibili di subire alcun pregiudizio da operazioni riorganizzative dannose compiute dalle società in portafoglio.

⁵⁹ In virtù dell'art. 2437-*bis*, comma 1, c.c., il diritto di recesso si esercita con comunicazione da spedirsi all'indirizzo della società entro quindici giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della deliberazione assembleare che lo legittima.

⁶⁰ Trattasi del valore che si ottiene sommando i risultati della moltiplicazione di ciascuno dei futuri valori possibili per la rispettiva probabilità di verifica.

che il valore di recesso è pari, salvo diversa previsione statutaria, alla media aritmetica dei prezzi di mercato del titolo raggiunti nei sei mesi precedenti alla data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, chi non recede è chi pensa che alla scadenza dei termini per l'esercizio del diritto di recesso il prezzo non scenderà al di sotto di detta media aritmetica. Per quanto si nutrano legittimi dubbi sull'efficienza di questo criterio di valutazione delle azioni oggetto di recesso, il risultato a cui porta non può giudicarsi, per le ragioni esposte sopra, eccessivamente penalizzante rispetto al valore del titolo antecedente alla data dell'annuncio del trasferimento della sede legale. Sicché, il ridotto numero di investitori che delibera di recedere sta a segnalare il diffuso convincimento che i prezzi di mercato alla scadenza dei termini per l'esercizio del diritto di recesso non si discosteranno di troppo dal valore del titolo antecedente alla data dell'annuncio del trasferimento della sede legale.

Per quanto concerne la seconda spiegazione, è pur vero che la prospettiva del recesso, con l'assicurazione di un valore calcolato ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 3, c.c., può fungere da stabilizzatore artificioso dei prezzi fino all'ora di apertura dei lavori dell'assemblea straordinaria⁶¹. Sino a quel momento, infatti, il prezzo di mercato del titolo non dovrebbe mai scendere sotto il valore di recesso perché, se così accadesse, gli arbitraggisti comprerebbero il titolo ed eserciterebbero il diritto di recesso incamerando la differenza positiva tra il valore di recesso e il prezzo di acquisto. Ed è altrettanto vero che la correlazione tra i prezzi di mercato tra la data dell'annuncio e la data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, da una parte, e il valore di recesso, dall'altra, è di tipo reciproco, di talché, se pure la stima attesa del valore di recesso vale a contenere la discesa dei prezzi di mercato⁶², al contempo la discesa dei secondi comporta una diminuzione del primo. Ma, ancora una volta, vale il principio per cui nell'assumere la decisione se recedere o meno, l'investitore non presta attenzione al prezzo di mercato antecedente alla data di scadenza dei termini per l'esercizio del diritto di recesso bensì al prezzo di mercato atteso in data successiva. Pertanto, il ridotto numero di azioni per cui è stato esercitato il diritto di recesso a seguito delle deliberazioni assembleari di trasferimento della sede legale in Olanda non può essere imputabile alla dinamica dei prezzi di mercato antecedenti alla data di scadenza dei termini per il suo esercizio ma deve trovare ragione nell'attesa di un valore futuro superiore al valore di recesso.

Naturalmente, è ragionevole obiettare alle osservazioni che precedono che anche ove la migrazione in Olanda fosse oggi stimata con probabilità del 100% in tutte le

⁶¹ Il diritto di recesso, infatti, può essere esercitato soltanto da chi possieda ininterrottamente le azioni da prima dell'apertura dei lavori dell'assemblea straordinaria fino al momento del rilascio della comunicazione dell'intermediario depositario attestante la titolarità delle azioni.

⁶² Il valore di recesso deve essere comunicato almeno quindici giorni prima la data fissata per l'assemblea ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 5, c.c.

società italiane con azionista di controllo, e quindi come un evento certo, ciò non toglierebbe che immuni al danno sarebbero soltanto gli investitori che avessero acquistato le azioni successivamente alla piena maturazione di questa consapevolezza. Assumendo per ipotesi, infatti, che la migrazione comporti effettivamente una perdita di valore per la società, coloro che avessero acquistato le azioni in una data precedente a quella della piena maturazione di questa consapevolezza non avrebbero potuto assicurarsi contro la perdita di valore del titolo attraverso una corrispondente riduzione del prezzo di acquisto, indipendentemente dall'effettuazione del trasferimento della sede legale o meno. A fronte di una generalizzata perdita di valore dei titoli in mano agli investitori, la disponibilità del diritto di recesso sarebbe di scarso aiuto, proprio perché a sua volta dipendente da un generalizzato e diffuso calo dei prezzi di mercato.

Quale che sia l'opinione sulla sorte degli investitori antecedenti, certamente non possono lamentare danni gli investitori che acquistano le azioni successivamente all'effettivo annuncio del trasferimento della sede legale, proprio perché, a differenza degli investitori già in possesso delle azioni alla data dell'annuncio, essi possono assumere le loro decisioni di investimento nella certezza del trasferimento, anziché su un mero calcolo probabilistico. A loro, a differenza che ai precedenti, è dato soppesare nitidamente costi e benefici dell'operazione e delle relative implicazioni di breve, medio e lungo termine. La condizione degli investitori *post*-annuncio è quindi, per definizione, più confortevole di quella degli investitori *pre*-annuncio.

In ultima analisi, a dirimere la questione se gli investitori nel loro complesso abbiano ad oggi subito perdite dal trasferimento in Olanda della sede legale delle loro società ci pensa l'andamento delle quotazioni successivo al trasferimento. A ben vedere, esso è stato complessivamente positivo, al netto della pandemia da Covid-19 e del contesto geopolitico di questi ultimi anni. Nella maggior parte dei casi, la *performance* delle società trasferite è rimasta allineata a quella delle società comparabili o è risultata migliore. In alcuni casi, si è addirittura assistito a *performance* significative, tali da guadagnare il riconoscimento della stampa italiana⁶³ e il plauso di quella straniera⁶⁴.

Ovviamente, in assenza di analisi finanziarie che isolino la variabile del trasferimento della sede legale dalle altre innumerevoli variabili che incidono sul valore di mercato di una società, è impossibile stabilire quanto dell'andamento delle quotazioni sia ascrivibile al trasferimento della sede legale e relative implicazioni di

⁶³ V. MANGANO, *Tra scatole (societarie) e traslochi, l'eredità moltiplicata in 20 anni*, in *Il Sole 24 Ore*, 23 gennaio 2023, disponibile su www.ilssole24ore.com, relativamente alla moltiplicazione del valore di mercato delle varie componenti della galassia Fiat.

⁶⁴ V. COHEN, *He Loves Speed, Hates Bureaucracy and Told Ferrari: Go Faster*, in *The Wall Street Journal*, April 20, 2024, disponibile su www.wsj.com, relativamente alla crescita del prezzo di mercato del titolo Ferrari e, più in generale, al successo commerciale della società e del suo iconico *brand*.

governance, e quanto ad altre variabili. Soprattutto, è impossibile stabilire, perché non si andrebbe oltre un giudizio controfattuale e quindi meramente ipotetico, se l'andamento avrebbe potuto essere anche più positivo qualora le società, anziché migrare, avessero mantenuto la loro sede in Italia e non si fossero avvalse di meccanismi di rafforzamento del controllo così marcati. Ma è certo che non si possa parlare di palese distruzione di valore. L'interrogativo, quindi, affiora nuovamente. Siamo sicuri che strumenti di potenziamento del controllo del tipo di quelli offerti in Olanda, quando abbinati ad un rigore nell'*enforcement* dei doveri di lealtà e correttezza del tipo di quello usato dai giudici olandesi, siano realmente percepiti dagli investitori, al di là delle comprensibili dichiarazioni di principio e delle prese di posizione ufficiali, come dannosi per loro e dunque meritevoli di severa penalizzazione? Il dubbio è lecito.

Assumendo, per mera ipotesi, che così sia, allora mi pare che in cima alla lista dei "perdenti", per quanto appaia controintuitivo, vi siano, anziché gli investitori delle società che migrano, piuttosto le società che non migrano e i loro azionisti di controllo, per un pernicioso effetto di selezione avversa. Poiché ciascuna società italiana con azionista di controllo si offre agli investitori con l'opzione implicita (*embedded*, verrebbe da dire) del possibile trasferimento della sede legale, gli investitori razionali devono scontare tale scenario. E se lo ritengono negativo, come si sta ipoteticamente assumendo, essi ridurranno la stima del valore della società tanto più quanto maggiore ritengano essere la probabilità del trasferimento. Di guisa che anche le società e i relativi azionisti di controllo che poi, alla prova dei fatti, non dispongono il trasferimento saranno costretti, loro malgrado, a soffrire del premio per il rischio fatto loro pagare dagli investitori, con conseguente aumento del costo del capitale e senza alcun correlativo beneficio tra quelli che la migrazione in Olanda pure garantisce⁶⁵.

Nel lungo termine, tuttavia, anche gli investitori di tutte le società che rimangono in Italia sono esposti a potenziali danni. La riduzione del numero di società ita-

⁶⁵ Ad esempio, il voto maggiorato olandese, consentendo al socio di maggioranza di diluirsi senza perdere il controllo, facilita l'effettuazione di acquisizioni mediante scambio di azioni. Ciò rappresenta un vantaggio evidente per l'azionista di maggioranza, ma potrebbe rappresentare un vantaggio anche per la società e tutti gli investitori, se l'alternativa fosse la rinuncia alla crescita mediante acquisizioni o, peggio ancora, il ricorso eccessivo all'indebitamento per finanziare le operazioni. La vicenda Parmalat dovrebbe fungere da monito. All'origine dell'insolvenza della società e della frode che ne ha amplificati gli effetti vi era il desiderio irrefrenabile dell'azionista di controllo di far crescere il gruppo mediante acquisizioni seriali. Non potendo optare per onerosi aumenti di capitale, che a fronte dell'incapacità di parteciparvi avrebbero determinato una forte diluizione della sua partecipazione e la verosimile perdita del controllo, l'azionista di maggioranza decise di ricorrere massicciamente a finanziamenti a titolo di debito, la cui insostenibilità avrebbe poi spinto tale azionista e il suo *management* a tenere condotte illecite volte ad occultare la precaria situazione finanziaria della società, con ciò aggravando ulteriormente il dissesto e il danno conglobato agli investitori e al mercato nel suo complesso.

liane può tradursi, infatti, tanto in minore attenzione dedicata alla qualità del diritto delle società quotate da parte del legislatore, a causa della perdita di “clientela”, quanto in minore contenzioso nei tribunali e minore numero di sentenze, con ricadute negative sulla certezza del diritto di fronte a lacune normative e dubbi interpretativi. Un minore contenzioso significa anche un minore “allenamento” dei giudici nell’affrontare, con speditezza ed efficienza, complesse questioni di diritto societario. Ciò può comportare, contro gli interessi degli investitori, contro la volontà delle corti e contro i loro stessi interessi, uno scadimento progressivo della qualità del loro operato⁶⁶, esso stesso fattore di incentivazione di ulteriori migrazioni.

Tra i “perdenti” è annoverabile anche la Consob, che perde quote e potere di mercato, dovendo abbandonare vigilanza e potere sanzionatorio a beneficio delle autorità di altri Paesi o condividere la vigilanza e il potere sanzionatorio con autorità di altri Paesi⁶⁷. Con la perdita di quote e potere di mercato, si subisce anche una riduzione della considerazione nazionale (con una riduzione dei fondi destinati al finanziamento dello *staff* e delle relative attività) e della reputazione internazionale (con riduzione del peso specifico nelle organizzazioni internazionali o autorità sovranazionali di cui si è parte).

Ovviamente, a risentire significativamente è anche tutto il settore delle professioni legali e di revisione contabile⁶⁸. Non soltanto perché società con sede legale all’estero assumono consulenti legali *in-house* esteri e nominano avvocati e revisori esteri per la consulenza legale esterna e la revisione dei conti. Ma anche perché posizioni di vertice vanno a perdersi con la sparizione dei relativi organi (si pensi al collegio sindacale) o possono divenire in tutto o in parte appannaggio di soggetti esteri, quando ad esempio richiedono conoscenza e specifica applicazione della normativa societaria di riferimento. Sotto quest’ultimo profilo, il pensiero corre immediatamente alla carica di presidente del consiglio di amministrazione, e ai conseguenti doveri di gestione dell’organo collegiale, così come alle posizioni di amministratore indipendente e/o di componente dei comitati endoconsiliari, e alle funzioni di verifica e monitoraggio che esse possono implicare ai sensi della normativa applicabile.

Anche lo Stato, così come investitori, Consob e professionisti, è uno *stakeholder* vittima dei trasferimenti di sede sociale all’estero. Questi ultimi determinano la sot-

⁶⁶ Sono capacità, esperienza e professionalità dei propri giudici gli elementi su cui, in definitiva, il Delaware fa affidamento per mantenere la propria *leadership* negli Stati Uniti. Ma capacità, esperienza e professionalità dei giudici si ottengono e si consolidano soltanto assicurando loro allenamento sul campo mediante una continua esposizione a complesse questioni fattuali e giuridiche. Minore è il numero di questioni in cui i giudici possono cimentarsi, minore è la probabilità di riuscire ad alimentare efficacemente e preservare nel tempo la loro capacità, esperienza e professionalità.

⁶⁷ Cfr. anche ENRIQUES, *Migrazioni societarie in Olanda e voto maggiorato*, cit.

⁶⁸ In tal senso anche ENRIQUES, *Migrazioni societarie in Olanda e voto maggiorato*, cit.

trazione di società pur con sede amministrativa nel suo territorio al suo potere legislativo e giudiziario relativamente ai profili di *corporate governance*, tutela dei soci e tutela dei creditori. Se così non fosse, del resto, il trasferimento della sede sociale all'estero da parte di imprese che svolgono «attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale» non sarebbe stato incluso, per il caso di «minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali» in materia, tra le operazioni soggette al potere di veto del Governo di cui alla normativa “*golden power*”⁶⁹. Il trasferimento della sede legale implica o può implicare, infatti, perdita di sovranità sull'impresa, potenziali complicazioni nell'utilizzo dei poteri di intervento speciali di cui alla normativa “*golden power*” stessa⁷⁰, maggiore difficoltà di verifica, monitoraggio e reazione alle condotte dei suoi organi sociali, perdita di influenza politica e minore efficacia di tentativi di *moral suasion* allorché siano poste in essere azioni contrarie agli interessi nazionali o agli obiettivi nazionali di politica economica e sociale, nonché, in ultima analisi, perdita di influenza e prestigio a livello internazionale e sullo scacchiere geopolitico.

In considerazione di tutto quanto precede, gli Stati membri dell'Unione Europea che perdono quote nel mercato delle *incorporation*, in quanto Stati sovrani e portatori di interessi strategici di tipo economico e sociale in conflitto con quelli degli altri Stati membri, subiscono danni considerevolmente maggiori di quelli che subiscono gli Stati che fanno parte degli Stati Uniti, i quali, per quanto in competizione tra loro, non lo sono tanto quanto lo sono i primi, non lo sono comunque dal punto di vista strategico, e né potrebbero esserlo, del resto, per vincoli costituzionali e federali. Per tali ragioni, è egoisticamente sensato, per i singoli Stati membri dell'Unione Euro-

⁶⁹ V. l'art. 1, comma 1, lett. b), d.l. 15 marzo 2012, n. 21.

⁷⁰ La normativa si riferisce genericamente alle «imprese», senza specificare se intenda solo le imprese italiane (e quale sia, peraltro, il criterio da seguire per stabilirne l'italianità) o anche le imprese estere che in Italia detengano attività, direttamente o per il tramite di società controllate. Quest'ultima interpretazione è la più plausibile, e sembra implicitamente confermata dal Consiglio di Stato nella sentenza del 9 gennaio 2023, n. 289, che ha rigettato l'impugnazione della sentenza del T.A.R. del Lazio del 13 aprile 2022, n. 4486, con cui si confermava la legittimità dell'uso del potere di veto da parte del Governo italiano nei confronti dell'acquisizione da parte di una società di diritto svizzero (Syngenta AG), a sua volta controllata da una società multinazionale cinese detenuta dalla Repubblica Popolare Cinese, dell'intero capitale sociale di una società di diritto olandese (Verisem B.V.), interamente detenuto da una società di diritto lussemburghese (Psp Verisem Luxemburg Holding S.à r.l.) a sua volta controllata da un fondo di *private equity* statunitense, e delle sue controllate, ivi incluse quelle con sede in Italia. Ma il tema dell'ambito di applicazione della normativa “*golden power*” italiana alla luce della nazionalità estera (lussemburghese e olandese) delle società proprietarie delle entità italiane non pare essere stato sollevato dalla difesa della società lussemburghese ricorrente. La questione, pertanto, non è stata approfondita dai giudici. È ipotizzabile, tuttavia, che il problema possa riaffiorare in futuro, in specie se un divieto opposto dal Governo italiano ad un'operazione di acquisizione dovesse un domani confliggere con l'autorizzazione concessa dal Governo di un altro Stato membro dell'Unione Europea viceversa interessato alla realizzazione dell'operazione.

pea, diversamente dagli Stati degli Stati Uniti, tentare di trattenere la sede legale delle società anche quando nel loro territorio queste scelgano, per il momento, di conservare la sede amministrativa e quella di quotazione, se non altro perché il trasferimento della sede legale può costituire semplicemente il preludio del trasferimento di una o più delle altre sedi in una data successiva. Il problema, allora, verte su quali siano gli strumenti più efficaci per il perseguimento di questo obiettivo.

6. Insufficienza del voto maggiorato potenziato ad “invertire la rotta” delle migrazioni societarie

Il voto maggiorato, come riformato dalla legge capitali, fornisce, indipendentemente dai suoi meriti e demeriti, un contributo necessario al tentativo di mitigare il fenomeno delle migrazioni societarie. Che vi sia una corsa all'introduzione del voto maggiorato tra gli Stati membri dell'Unione Europea è circostanza nota e sempre più evidente⁷¹. Ciò che contraddistingue la scelta compiuta da ultimo in Italia, rispetto agli Stati membri che hanno introdotto *ex novo* forme di voto multiplo (maggiorato o plurimo), è l'elevato numero di voti per azione conseguibili. Senza un aggressivo innalzamento del numero di voti associabili alle azioni, d'altra parte, è verosimile che la tentazione per altri azionisti di maggioranza di far deliberare alle loro società il trasferimento della sede legale non sarebbe stata in alcun modo scalfita⁷².

Senonché, il voto maggiorato risultante dalla legge capitali non sembra sufficiente ad arginare il fenomeno delle migrazioni per due ordini di ragioni. In primo luogo, perché, per quanto potenziato, il voto maggiorato in versione italiana rimane più timido di quello impiegabile in Olanda, dove non si pongono limiti al numero di voti acquisibili con i programmi di fedeltà. Per di più, l'incentivo ad avvalersi della maggiorazione del voto in Olanda per consolidare il controllo è stato, se possibile, ulteriormente rafforzato da disposizioni di favore in materia di offerte pubbliche di acquisto. In secondo luogo, perché, anche a parità di norme societarie, si danno oramai le condizioni per cui premia in ogni caso procedere allo spaccettamento delle sedi amministrativa e legale tra Stati membri differenti.

⁷¹ V., per una panoramica, RESCIO, *Gli “azionisti stabili”: voto plurimo e voto maggiorato*, Relazione al Convegno “La riforma per la competitività dei mercati di capitali”, Roma, 21 marzo 2024 (datiloscritto consultato per cortesia dell'Autore).

⁷² Rimane da vedere se gli Stati membri che si sono uniti di recente al gruppo di quelli a voto multiplo ponendo tuttavia un tetto relativamente basso al numero massimo di voti associabili all'azione rimarranno fermi sulla loro decisione o, costretti ad inseguire i loro azionisti di maggioranza, seguiranno un percorso analogo a quello italiano, caratterizzato da un esordio relativamente timido e un successivo incremento esponenziale.

Per quanto concerne il primo profilo, la scelta del numero massimo di dieci voti per azione deve essere apparsa come un ragionevole compromesso, e per certi versi effettivamente sembra esserlo. Il rapporto di dieci a uno è il più comune, non soltanto tra le società italiane trasferitesi in Olanda, ma anche tra le società dei Paesi nordici e quelle, soprattutto appartenenti al settore tecnologico, degli Stati Uniti alorché fondatori e azionisti di maggioranza vogliono intestarsi azioni a voto plurimo per assicurarsi il controllo anche in caso di eventuale futura diluizione della loro partecipazione. Inoltre, il legislatore italiano è stato probabilmente motivato a porre un tetto al numero di voti supplementari acquisibili anche per sottrarsi alla critica di un completo appiattimento sulla prassi olandese, già sufficientemente controversa⁷³. Ma inseguire l'Olanda sul suo terreno di gioco, finché le società italiane possono scegliere l'Olanda, non è irragionevole. In un mercato in cui le regole del gioco sono indirettamente fissate da un'entità sovranazionale, con l'Unione Europea che promuove una forte tutela della libertà di stabilimento delle persone giuridiche associandola tuttavia all'assenza di alcuna opera di armonizzazione nel campo dei meccanismi di rafforzamento del controllo, pretendere di giocare secondo le proprie regole, anche se teoricamente ed eticamente superiori, è solo un modo per assicurarsi la sconfitta. Una sconfitta, peraltro, che nessun giovamento porterebbe agli stessi investitori, proprio perché gli investitori sarebbero comunque destinati ad assistere inermi al trasferimento in Olanda della sede legale delle loro società. Nella misura in cui l'Olanda permette l'uso di *loyalty shares* senza restrizioni al numero di voti associabili alla singola azione, *loyalty shares* senza restrizioni al numero di voti associabili alla singola azione sono disponibili anche per le società italiane (così come per quelle degli altri Stati membri dell'Unione Europea): è sufficiente stabilire la sede legale in Olanda. Siccome non è chiaro se, quando, e in che misura l'Olanda vorrà introdurre modifiche al proprio diritto societario allo scopo di porre restrizioni all'utilizzo e/o alla struttura delle proprie *loyalty shares*⁷⁴, bene ha fatto l'ordinamento italiano, per ora, a reagire giocando sullo stesso piano.

Il punto, tuttavia, è che vi sarà sempre una qualche azionista di controllo che vorrà andare oltre il limite di 10 voti per azione, e il tema è se, una volta autorizzato un innalzamento aggressivo del numero di voti associabili all'azione, abbia senso limitarlo ad un massimo di 10. Anche questo dubbio è lecito, poiché la separazione

⁷³ V. l'intervista concessa al quotidiano Milano Finanza dal Sottosegretario di Stato per l'Economia e le finanze, on. Federico Freni, pubblicata in data 19 gennaio 2024 su www.milanofinanza.it.

⁷⁴ L'ultimo gruppo di esperti incaricato dal Governo olandese di studiare la modernizzazione del diritto societario ha concluso che non sia necessario né desiderabile fornire una base regolamentare espressa alle *loyalty shares*. Per quanto concerne l'esame dell'utilità delle *loyalty shares* e dell'opportunità di introdurre limiti al loro utilizzo, il gruppo di esperti ha invece rinviato ad un parere futuro, alla data in cui si scrive non ancora emesso (v. IN DE BRAEKT, *Limitations to the Development of Loyalty Shares in the Netherlands?*, in *European Company Law Journal*, vol. 20, 2023, p. 42).

tra proprietà e controllo che si ottiene con la moltiplicazione dei voti non è lineare. All'aumentare del numero dei voti per azione diminuisce il numero di azioni che è necessario detenere per assicurarsi il controllo, ma tale diminuzione non opera proporzionalmente, perché, da una parte, la partecipazione azionaria sottostante va riducendosi e, dall'altra, la detenzione di almeno un'azione, all'estremo, è pur sempre necessaria. Si consideri la seguente illustrazione numerica. In una società costituita da 100 azioni, con azioni che danno un solo voto per azione, è necessario detenere 51 azioni per avere il controllo assoluto. Con azioni che possono arrivare a conferire 10 voti ciascuna, sono sufficienti 10 azioni con 10 voti ciascuna per avere la maggioranza assoluta⁷⁵, qualora le restanti 90 azioni per assunto rimangano a voto singolo. Con azioni che possono arrivare a conferire 100 voti ciascuna, è sufficiente detenere 1 azione per avere la maggioranza assoluta, qualora le restanti 99 azioni per assunto rimangano a voto singolo. Da questa esemplificazione emerge che nel passaggio da azioni a voto esclusivamente singolo ad azioni conferenti fino a 10 voti ciascuna, l'azionista interessato al controllo può cedere fino a 41 azioni. Nel passaggio da azioni conferenti fino a 10 voti ciascuna ad azioni conferenti fino a 100 voti ciascuna, l'azionista interessato al controllo può cedere fino a, ma non più di, 9 azioni. La diluizione della partecipazione permessa nel primo caso (dal 51% al 10%) è largamente superiore a quella permessa nel secondo caso (dal 10% all'1%). Nonostante in ambo i casi si abbia una moltiplicazione per dieci del numero di voti, non si assiste ad un eguale moltiplicazione del numero di azioni cedibili. Pertanto, una volta "rotto il ghiaccio" e abbracciato questo approccio, il legislatore avrebbe potuto anche togliere il tetto dei 10 voti e lasciare eventuali usi smodati della maggioranza al giudizio del mercato.

Un altro dubbio è se l'ordinamento italiano abbia fatto bene a concentrarsi sull'agevolare il rientro delle società già migrate anziché sul disincentivare la migrazione di ulteriori società. Fra le misure adottate, infatti, ve ne è una dagli effetti potenzialmente controproducenti. L'art. 106, comma 5-bis, t.u.f., dispone che l'obbligo di offerta pubblica di acquisto ("OPA") non sussiste «se le soglie sono superate per effetto della maggioranza dei diritti di voto conseguente a un'operazione di fusione, trasformazione transfrontaliera o scissione proporzionale realizzata ai sensi del d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19, laddove in ciascuno dei suddetti casi non vi sia una modifica del rapporto di controllo, diretto o indiretto, sulla società risultante da dette operazioni». Per «soglie», in assenza di altra specificazione, devono intendersi tutte le soglie previste dai commi precedenti del medesimo art. 106, e dunque quelle di cui ai commi 1, 1-bis, 1-ter, e 3, lett. b). Si consideri allora la seguente possibilità. L'azionista di maggioranza di una società italiana, che detenesse diritti

⁷⁵ A rigore, sarebbero sufficienti anche solo 9 azioni con 10 voti ciascuna e 1 azione a voto singolo, qualora le restanti 90 azioni per assunto rimanessero a voto singolo. Il punto che rileva è che basterebbe la detenzione di sole 10 azioni per garantirsi la maggioranza assoluta dei diritti di voto.

di voto in misura superiore al 30% e desiderasse consolidare detto controllo al riparo dall'obbligo di OPA ex art. 106, comma 3, lett. b), potrebbe far effettuare alla sua società la seguente triangolazione: trasferimento della sede legale in Olanda; adozione del voto maggiorato olandese; rientro in Italia con una fusione o una trasformazione, facendo maturare in Italia la maggiorazione del voto ai sensi dell'art. 127-*quinquies*, comma 6, secondo periodo, t.u.f. In tal caso, egli godrebbe dell'esenzione dall'obbligo di OPA da consolidamento ai sensi del citato art. 106, comma 5-*bis*⁷⁶. Questa opportunità, come si evince dall'esempio, non si limita a fornire agli azionisti di controllo di società già migrate un'agevolazione per indurli a far rientrare le loro società. Essa si spinge fino a incentivare tutti gli azionisti di controllo desiderosi di consolidare la presa sulle loro società al riparo dall'obbligo di OPA da consolidamento a migrare prima per poi eventualmente rientrare "col favore delle tenebre". In assenza di meccanismi tali da evitare fenomeni di *gaming* del sistema, gli effetti che si producono possono rivelarsi di segno contrario a quello sperato. Temo, pertanto, che anche l'obbligo di OPA da consolidamento, per quanto astrattamente desiderabile⁷⁷, prima o poi (meglio prima che poi) debba essere ripensato alla luce della concorrenza olandese; e mi aspetto che, prima o poi, ciò accadrà⁷⁸. Trattasi, infatti, di un istituto di derivazione inglese, non imposto dalla normativa eurounitaria né diffusamente accolto dalle giurisdizioni europee⁷⁹, che è suscettibile di mantenere un forte svantaggio competitivo a carico dell'ordinamento italiano nonostante il recente rafforzamento di strumenti di potenziamento del controllo quale il voto maggiorato.

Sotto il secondo profilo, quantomeno per la grande società quotata, sottoporsi alla giurisdizione olandese può continuare ad avere *appeal* quand'anche, relativamente ai diritti di voto, l'azionista di maggioranza non fosse interessato al consolida-

⁷⁶ Poiché in Olanda l'obbligo di OPA sorge in caso di superamento della soglia del 30% dei diritti di voto ma non esiste l'obbligo di OPA da consolidamento (v. ENRIQUES, *Migrazioni societarie in Olanda e voto maggiorato*, cit.), il nostro azionista di maggioranza potrebbe anche far trasferire la sede legale in Olanda; adottare il voto maggiorato olandese; consolidare in Olanda il suo controllo secondo modalità che in Italia avrebbero costretto all'effettuazione dell'OPA; far rientrare la società in Italia con una fusione o una trasformazione conservando il voto maggiorato ai sensi dell'art. 127-*quinquies*, comma 6, secondo periodo, ma beneficiando dell'esenzione dall'obbligo di OPA in quanto il consolidamento sarebbe avvenuto in un momento in cui la società non era soggetta al diritto italiano e in ogni caso grazie all'art. 106, comma 5-*bis*.

⁷⁷ V. POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Milano, 2014, p. 308 ss.

⁷⁸ Un primo segnale in tal senso, del resto, già si è avuto anni fa con la previsione dell'art. 106, comma 3-*quater*, t.u.f., secondo cui l'obbligo di offerta da consolidamento «non si applica alle PMI, a condizione che ciò sia previsto dallo statuto, sino alla data dell'assemblea convocata per approvare il bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione».

⁷⁹ Cfr. POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo*, cit., p. 629.

mento del controllo al riparo dall'obbligo di OPA, non fosse interessato ad ottenere più di dieci voti per azione ed anzi non fosse proprio interessato al voto maggiorato in prima istanza. Il mercato degli investitori non è incline a punire il trasferimento della sede legale in Olanda, come si evince dal ridotto numero di azioni per cui è esercitato il diritto di recesso e dall'andamento delle quotazioni successivo al trasferimento della sede legale, ed è tanto meno incline alla punizione quando tale trasferimento non sia nemmeno accompagnato dall'intenzione di adottare strumenti di rafforzamento del controllo. Evidentemente, l'affidabilità dell'ordinamento olandese e delle sue autorità regolamentari e giudiziarie non è, o non è ancora, compromessa dalla permissività delle sue norme. Migrando in Olanda, d'altra parte, le società, collettivamente considerate, acquisiscono un forte potere negoziale nei confronti dello Stato italiano per estrarre concessioni di varia natura a cui subordinare la decisione di rientro, prima di tutto (ma non solo) in materia di diritto societario, se e quando lo ritengano opportuno.

Rimedi efficaci contro l'arbitraggio sistemico difficilmente sono rinvenibili nel protezionismo normativo per almeno due motivi. In primo luogo, è probabile che misure specificamente volte a rendere più difficoltoso il trasferimento della sede legale all'estero (si pensi, per ipotesi, ad un *quorum* deliberativo rafforzato per il trasferimento della sede legale rispetto al *quorum* deliberativo generale richiesto per altre modifiche dello statuto) sarebbero giudicate incompatibili con la libertà di movimento delle persone giuridiche. In diverse circostanze, la Corte di Giustizia ha dichiarato incompatibili con il diritto eurounitario misure di diritto societario aventi per oggetto o anche solo per effetto quello di limitare la libera circolazione dei capitali. La Corte europea, per quanto concerne le società per azioni, ha sovente rinvenuto restrizioni inammissibili in disposizioni di diritto societario speciale che si discostavano da quelle di diritto societario generale e in disposizioni comunque eterogenee o insolite rispetto all'ordinamento societario generale⁸⁰. Specialità ed eterogeneità sono state desunte anche solo semplicemente dalla circostanza che la disposizione regolasse un fatto o un atto comparabile ad altri in modo difforme da come altre disposizioni regolavano gli altri fatti o atti comparabili. È naturale ipotizzare che la Corte sarebbe incline ad adottare il medesimo approccio nei confronti di misure di diritto societario specificamente volte a limitare la libera circolazione delle persone giuridiche.

In secondo luogo, misure di protezionismo normativo rimarrebbero aggirabili da parte delle società usando l'accortezza del muoversi per tempo. Agendo, infatti, in un tempo antecedente a quello dell'apertura al mercato e della quotazione, la società sarebbe a base sufficientemente ristretta e compatta da poter approvare operazioni

⁸⁰ Ne ho dato conto, con riguardo alle soglie massime di esercizio del diritto di voto, in *I tetti al diritto di voto nella società per azioni*, Torino, 2022, p. 88 ss.

di riorganizzazione senza trovare ostacoli in *quorum* deliberativi ostativi o simili. L'effetto del protezionismo normativo sarebbe, allora, quello di anticipare il trasferimento della sede legale, anziché quello di arginarlo.

7. Conclusioni

All'orizzonte non si intravedono facili soluzioni al problema delle migrazioni societarie verso l'Europa del Nord. Sull'onda di una illimitata libertà di stabilimento e mobilità giuridica delle imprese combinata con l'assenza di armonizzazione di vasti segmenti del diritto societario e dell'impresa, l'arbitraggio sistemico ha fatto capolino tra gli Stati membri dell'Unione Europea e l'Italia è tra i Paesi che vi è più esposta e che più ha da perdersi. L'arbitraggio sistemico potrebbe verosimilmente fornire una spinta a favore della tanto invocata Capital Markets Union e quindi, nel lungo termine, portare vantaggi a tutta l'Unione Europea nel suo complesso. Nel breve termine, tuttavia, l'arbitraggio sistemico sembra piuttosto utilizzato per estrarre vantaggi privati da parte delle singole imprese, con ricadute non necessariamente favorevoli per gli Stati membri di origine e i loro *stakeholder*.

La legge capitali ha inteso produrre antidoti alle migrazioni fornendo a sua volta concessioni alle società che mantengono la sede legale in Italia. Ma anche queste concessioni, alla prova dei fatti, potrebbero rivelarsi solamente dei palliativi. Un obiettivo verso il quale l'azione politica dell'Italia dovrebbe tendere, se davvero si ritenesse opportuno contenere la “corsa” ad usi sempre più aggressivi degli strumenti di rafforzamento del controllo degli azionisti, sarebbe un'armonizzazione seria (o quantomeno un'armonizzazione non di mera facciata) di tali strumenti in sede di Unione Europea mediante l'introduzione di vincoli al loro utilizzo⁸¹. Tuttavia, l'ottenimento di un tale risultato appare allo stato improbabile per la strenua opposizione di taluni Paesi nordici, tra cui in particolare la Svezia (non l'Olanda – si badi – ma la Svezia), a qualsivoglia forma di restrizione che abbia ad oggetto il voto

⁸¹ La proposta di direttiva sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI (2022/0406 (COD)) rappresenta un primo tentativo di armonizzazione, ma è insufficiente, perché riguarda soltanto le società che vogliono ammettere le azioni a negoziazione su un mercato di crescita per le PMI, perché contempla soltanto le azioni speciali a voto plurimo (con esclusione, quindi, delle azioni di fedeltà a voto maggiorato: v. il Considerando n. 5) e perché adotta un approccio largamente permissivo. Impone agli Stati membri di consentire alle loro società strutture di capitale con azioni a voto plurimo ma esige dagli Stati membri presidi a tutela degli investitori solo minimali. La maggior parte delle misure di salvaguardia, infatti, rimane meramente opzionale. E quelle di cui è prevista l'adozione obbligatoria o sono irrilevanti (a fronte dell'adozione del voto plurimo prima dell'ammissione alle negoziazioni) o rimangono ampiamente nella disponibilità normativa degli Stati membri.

plurimo⁸². Nell'attesa, la possibilità, nei confronti della quale non si intravede alcuna volontà politica di limitazione, delle grandi imprese quotate di circolare liberamente tra gli Stati membri come se fossero una Centros Ltd qualunque rende ragionevole ed opportuno inseguire l'Olanda sul suo terreno di gioco, ed in particolare sul voto maggiorato, indipendentemente dal giudizio che si voglia dare in astratto sul merito di questo istituto.

Il vero problema (e rischio) è che nemmeno inseguendo l'Olanda sul suo terreno di gioco si potrà facilmente ottenere il ritorno a casa delle società già migrate e arginare l'esodo di ulteriori società, poiché l'arbitraggio sistemico, perlomeno tra gli Stati membri dell'Unione Europea, pur alimentandosi anche delle asimmetrie esistenti tra i rispettivi ordinamenti societari, trova giustificazione in motivazioni strategiche più profonde e difficilmente estirpabili.

⁸² V. la ferma presa di posizione contro restrizioni vincolanti all'uso del voto plurimo assunta dalla Confindustria svedese: SVENSKT NÄRINGSLIV, *The EU Listing Act – Proposed EU Directive on multiple-vote share structures*, June 2023, disponibile su www.svensktnaringsliv.se. Le società quotate svedesi ricorrono comunemente al voto plurimo piuttosto che al voto maggiorato. Coerentemente, le preoccupazioni della Confindustria svedese sono state espresse con riguardo al primo istituto anziché al secondo (v. SVENSKT NÄRINGSLIV, *Dual class share structures with differentiated voting rights. A Swedish perspective*, February 2023, disponibile su www.svensktnaringsliv.se). Cionondimeno, le argomentazioni da essa sollevate in difesa del voto plurimo sono spendibili anche, e a maggior ragione, in difesa del voto maggiorato.

