

POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale
in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

IL FENOMENO DELLA COMMON OWNERSHIP NEL CONTESTO
ECONOMICO ITALIANO: ANALISI EMPIRICA SU IMPRESE E BANCHE



Relatore
Prof.ssa Laura Rondi

Candidato
Edoardo Marzi

Anno accademico 2019/2020

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1: LO SCENARIO DELLA PROPRIETÀ COMUNE	5
1.1 Le dinamiche ed i meccanismi di Corporate Governance	5
1.2 Gli investitori istituzionali.....	10
1.3 Il fenomeno “Common Ownership”	13
1.4 La diffusione della proprietà comune: i settori principali.....	18
1.5 Come misurare la proprietà comune	23
CAPITOLO 2: COMPETIZIONE E COLLUSIONE CON “COMMON OWNERSHIP”	29
2.1 La collusione tacita da incentivo manageriale.....	29
2.2 Misurare gli effetti della proprietà comune tramite indici di concentrazione	36
2.3 Common Ownership nel tempo.....	46
2.4 Il Price Pressure Index	50
CAPITOLO 3: FUSIONI E ACQUISIZIONI CON COMMON OWNERSHIP	55
3.1 La proprietà comune entra nelle decisioni della Commissione Europea	55
3.2 Impatti della proprietà comune nelle operazioni di M&A.....	59
CAPITOLO 4 ANALISI SU IMPRESE E BANCHE ITALIANE	66
4.1 Il contesto italiano	66
4.2 Obiettivo e raccolta dati.....	70
4.3 Analisi empirica.....	77
4.4 Risultati della regressione sulle imprese	81
4.4.1 ROA.....	82
4.4.2 REDDITIVITÀ DEL FATTURATO.....	84
4.4.3 ASSET TURNOVER.....	86
4.4.4 INDICE DI INDIPENDENZA FINANZIARIA.....	87
4.5 Risultati della regressione sulle banche	89
CONCLUSIONI.....	93
BIBLIOGRAFIA	95
ALLEGATI.....	99

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, il crescente ruolo degli investitori istituzionali ha modificato considerevolmente i meccanismi di corporate governance e le dinamiche competitive tra le imprese. Sono considerati investitori istituzionali gli organismi che, dopo aver raccolto liquidità, investono per conto proprio e di terzi in portafogli di azioni di molte società. Si tratta, come definito dalla Borsa Italiana, di fondi di investimento, fondi pensione o fondi assicurativi. Tuttavia, all'interno dei loro portafogli si trovano spesso azioni di imprese operanti all'interno dello stesso mercato. Da questo evidente intreccio di interessi nasce una nuova sfida Antitrust, il fenomeno "Common Ownership". La necessità di trattare tale argomento è strettamente collegata all'ascesa degli investitori istituzionali nello scenario economico italiano. A fine 2018, infatti, gli investitori istituzionali erano presenti nell'azionariato rilevante di 62 società quotate italiane, pari a circa il 27% del mercato. Si è ritenuto pertanto utile ampliare la letteratura economica sulla proprietà comune, focalizzando l'attenzione sull'impatto nel contesto italiano. Nel primo capitolo, dopo aver descritto il fenomeno e le dirette conseguenze, verranno presi in considerazione i settori principali nei quali risultano visibili i relativi effetti. Nel secondo capitolo, invece, viene mostrato come la variazione nelle preferenze degli investitori istituzionali sia correlata al cambiamento degli incentivi manageriali. I manager, infatti, vengono spinti a competere in modo meno aggressivo al fine di massimizzare la remunerazione complessiva del portafoglio dei proprietari. A tal proposito, verranno mostrate numerose ricerche empiriche nate con l'obiettivo di spiegare in che modo la proprietà comune riesca ad influenzare effettivamente la competizione. Successivamente, il focus del lavoro viene posto sulle metodologie utilizzate per quantificare gli effetti del fenomeno e per misurare il conseguente grado di collusione. Dopo aver analizzato i relativi trend storici, nel terzo capitolo viene posta l'attenzione sull'influenza della common ownership nelle operazioni di mergers and acquisitions (M&A), facendo riferimento a grandi eventi di fusione avvenuti negli ultimi anni (Dow / DuPont, Bayer / Monsanto, Microsoft/ LinkedIn). Infine, nel quarto capitolo si analizzerà lo scenario italiano con l'obiettivo ultimo di portare alla luce le relazioni esistenti tra il fenomeno e le performance delle imprese e degli istituti bancari italiani. Per realizzare tale obiettivo sono stati analizzati due panel, uno contenente dati longitudinali su un campione rappresentativo di imprese e l'altro contenente dati longitudinali di istituti bancari. Verranno quindi mostrati i risultati ottenuti tramite un'analisi statistica effettuata con il software STATA ed utilizzando un modello di stima con effetti fissi e temporali.

CAPITOLO 1

LO SCENARIO DELLA PROPRIETÀ COMUNE

1.1 Le dinamiche ed i meccanismi di Corporate Governance

A seguito delle crisi finanziarie di proporzioni globali degli ultimi decenni, molti azionisti hanno assistito inermi a crolli vertiginosi dei titoli da loro posseduti. Hanno quindi cercato dei modi per tutelarsi ed allineare i propri interessi con quelli dei manager, spesso accusati di non fare tutto il possibile per far crescere l'impresa. Quando si parla di Corporate Governance non esiste una definizione univoca, numerosi studiosi hanno descritto il concetto da diversi punti di vista. Gillan e Starks (1998) definiscono la corporate governance come l'insieme di vincoli che delimitano le operazioni dell'impresa. Shleifer e Vishny (1997) definiscono la corporate governance in termini di interessi economici dei partecipanti. In particolare, si riferiscono alla corporate governance come "... the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment". Allo stesso modo, Zingales (1998) definisce la corporate governance come un insieme complesso di vincoli che danno forma alla contrattazione ex post sulle quasi rendite generate dall'impresa¹. In Italia una definizione esaustiva è stata pubblicata nel Codice Preda² dal Comitato per la Corporate Governance: "Corporate Governance, in the sense of the set of rules according to which firms are managed and controlled, is the result of norms, traditions and patterns of behaviour developed by each economic and legal system". Questo insieme di strutture impattano su tutti i partecipanti alle attività aziendali (stakeholders) come lavoratori, manager, shareholders e creditori. La gestione delle relazioni che si instaurano tra questi soggetti è di fondamentale importanza nell'ottica governance. Coordinare queste relazioni è determinante per ridurre al minimo i conflitti di interessi e gli sbilanciamenti di potere dettati dalla separazione esistente tra proprietà e controllo. La maggior parte dei dibattiti in ambito governance, in effetti, fa riferimento al rapporto che si instaura tra l'azionista (principale) ed il manager (agente). Già nel 1776 Adam Smith osservava che se chi gestisce un'impresa e chi la possiede sono soggetti diversi allora è

¹ *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Luigi Zingales, 1998, University of Chicago, NBER&CEPR.

² Codice di autodisciplina delle società quotate in relazione alla Corporate Governance.

probabile che i primi, amministrando denaro altrui, non mettano lo stesso impegno con il quale gestirebbero il proprio. L'affermazione risulta valida ancora oggi ed è evidente soprattutto nelle società che presentano un azionariato diffuso. Quest'ultima affermazione era stata evidenziata prima da Berle e Means (1932), in *The modern corporation and private property*, e poi da Gordon che nel 1938 trovò una correlazione positiva tra dimensione aziendale da un lato e separazione tra proprietà e controllo dall'altro. Quando un'impresa presenta una struttura proprietaria molto frammentata, in cui nessun azionista ha una quota significativa, risulta essere molto difficile per la proprietà verificare l'operato dei manager. I principali ostacoli per un controllo efficace da parte della proprietà sono tre:

- Asimmetrie informative sui progetti: solo il management dell'impresa ha le informazioni reali sui progetti prima di metterli in atto;
- La non verificabilità dell'operato dei manager: il management ha difficoltà a dimostrare agli azionisti il suo impegno, quindi può volontariamente nascondere alcune sue azioni volte a massimizzare i benefici privati³.
- Free-riding: basso incentivo da parte del singolo azionista a monitorare l'operato dell'agente poiché gli elevati costi sarebbero totalmente a suo carico, mentre i benefici verrebbero distribuiti tra tutti i proprietari.

Al fine di allineare gli interessi ed incentivare l'operato del manager, l'azionista sarà costretto a compiere azioni e sostenere degli inevitabili costi, detti "di agenzia". Anche queste spese sono correlate positivamente con la struttura azionaria, maggiore è la dispersione e più elevati saranno i costi. Tipicamente si possono racchiudere in tre tipologie: i costi di monitoraggio, i costi di Bonding⁴, e la perdita residua⁵. L'obiettivo principale dei meccanismi di Corporate Governance è appunto quello di risolvere e limitare, tramite regole e linee guida, i problemi derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo. Il fine ultimo rimane quello di accrescere il valore dell'impresa e tutelare gli azionisti dalle difficoltà derivanti dall'asimmetria informativa.

³ Nella letteratura economica, si definiscono benefici privati del controllo le forme di utilità privata godute in maniera esclusiva e non condivisa dai soggetti economici che esercitano il controllo societario.

⁴ I costi di Bonding sono costi che derivano dall'attività dell'agente, volti a convincere e assicurare il principale della bontà del suo operato.

⁵ Con perdita residua si intende il costo opportunità calcolato come differenza tra il risultato realmente conseguito a seguito del comportamento dell'agente e quello ideale a cui si sarebbe dovuto arrivare nel caso di massimizzazione dell'utilità di tutti gli azionisti.

Per essere efficace, un sistema di governance deve poggiare su due pilastri fondamentali: i meccanismi di governance interna e di governance esterna. I meccanismi esterni di Corporate Governance sono:

1. **Scalate e Proxy Fight:** uno strumento abbastanza costoso per disciplinare i manager è la minaccia di scalata (takeover), la sua efficacia dipende dal Market for Corporate Control dell'impresa, cioè dalla facilità del processo di trasferimento del controllo. Un manager, con il timore di essere sostituito in seguito ad una scalata, si impegna per cogliere e realizzare tutte le opportunità di investimento positive per evitare che l'azienda diventi obiettivo di takeover. È un meccanismo costoso a causa dei costi legali, dei costi di riorganizzazione post takeover e per il premio da pagare agli azionisti. L'alternativa alla scalata è rappresentata dalla guerra delle deleghe (Proxy Fight), che consiste nel raccogliere deleghe per arrivare alla maggioranza dei diritti di voto e quindi controllare le decisioni.
2. **Competizione nel mercato dei beni e nel mercato dei manager:** la concorrenza nel mercato dei beni è essenziale per ridurre al minimo gli sprechi e limitare l'incentivo manageriale a spendere liquidità in benefici privati. Questo fenomeno accade spesso nei settori maturi o in mercati monopolistici dove il manager è libero di abusare della propria discrezionalità. Dall'altro lato, la competizione nel mercato dei manager consente di rimpiazzare velocemente l'agente incapace ed è di fondamentale importanza per incentivare il manager allo sforzo. In base al modello "Pay for Performance" di Jensen e Murphy, la competizione nel mercato dei manager è possibile esclusivamente se la remunerazione di questi ultimi è correlata ai risultati ottenuti.
3. **Contesto legislativo ed istituzionale:** il sistema legale, il diritto d'impresa o i Codici di Autodisciplina sono meccanismi esterni di Corporate Governance in grado di garantire la protezione dei diritti degli azionisti e regolare i comportamenti. La Porta, nel suo paper "*Investor protection and corporate governance*", ha dimostrato che le leggi di un paese e la loro facilità di applicazione sono determinanti nel mitigare i problemi derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo.⁶

Dall'altro lato della medaglia, i meccanismi interni sono:

⁶ Rafael La Porta, 1999, Journal of Financial Economics

1. Consiglio di Amministrazione (CdA): ha un ruolo centrale nella Corporate Governance in quanto è l'organo rappresentativo degli azionisti, eletto da questi ultimi tramite votazione durante le assemblee. Ha come obiettivo principale la tutela degli azionisti tramite il controllo dell'operato dei manager, ma ha anche il potere di nominare, revocare e remunerare le cariche manageriali. Tuttavia, spesso accade che il responsabile della gestione (CEO) o l'azionista di maggioranza sia anche il Presidente del CdA. Per evitare comportamenti opportunistici dettati da questo possibile sbilanciamento di potere, occorre nominare degli amministratori indipendenti e un Lead Independent Director che si facciano carico del controllo. La struttura di questo organo è quindi costituita da:

- *Amministratori esecutivi e non esecutivi*: gli amministratori esecutivi si differenziano dagli amministratori non esecutivi poiché sono anche manager della società;
- *Amministratori con e senza azioni*;
- *Amministratori esterni o indipendenti*: svolgono in maniera prevalente il delicato compito di monitorare il management. La loro carica ha un limite temporale di nove anni e per poter essere nominati indipendenti devono soddisfare diversi requisiti⁷.

La durata del mandato degli amministratori è fissata dagli statuti delle diverse società, la legge si limita esclusivamente a stabilire la durata massima, di solito dai tre a sei anni, in base agli ordinamenti. Inoltre, l'evidenza empirica mostra una relazione negativa tra dimensione del CdA e performance dell'impresa, dovuta principalmente alle difficoltà di coordinamento esistenti nelle riunioni operative.

2. Schemi di retribuzione dei manager: la remunerazione dei manager può essere un efficace strumento di Governance quando è strettamente correlata alla performance ottenuta. Spesso il CdA decide di aggiungere alla parte fissa dello stipendio anche bonus, premi azionari o opzioni sull'acquisto futuro di azioni. La scelta tra questi tre strumenti aggiuntivi non è immediata ed infatti dovrebbe essere bilanciata in base agli obiettivi aziendali. I bonus (parte variabile associata a prestazioni a breve) e i premi azionari (azioni vendute sottoprezzo al dirigente) sono forme di remunerazione orientate esclusivamente sul breve periodo, mentre le opzioni su azioni hanno un orizzonte di lungo termine. Con quest'ultimo

⁷ Un amministratore indipendente per essere tale deve rispettare una serie di requisiti: non deve essere stato esecutivo o dipendente negli ultimi tre anni, non deve intrattenere rapporti commerciali o professionali con la società, deve rimanere in carica per massimo nove anni, non deve far parte del CdA di società controllate dall'impresa considerata, non deve avere legami con le società di revisione

strumento, viene garantito al manager il diritto di acquisto di azioni (anche dopo diversi anni) ad un prezzo fissato al momento della sottoscrizione, quindi la differenza tra il valore futuro e il valore d'acquisto sarà il guadagno netto del dirigente.

3. La struttura del capitale: la struttura del capitale e, in particolare, il ricorso al debito vincola i manager a comportarsi in maniera efficiente. L'indebitamento, accrescendo la minaccia di takeover, limita notevolmente la discrezionalità manageriale. L'obbligo di rimborso spinge il management a non considerare i progetti con benefici "personali" e ad intraprendere esclusivamente progetti validi che genereranno flussi di cassa positivi per l'azienda.
4. I Large Shareholder e la struttura dei diritti di voto: gli azionisti che possiedono quote ingenti (blockholder) ricoprono un ruolo di monitoraggio molto importante nelle società quotate. Tra i blockholder tipicamente troviamo i cosiddetti investitori istituzionali che hanno obiettivi esclusivamente finanziari e pertanto faranno molta attenzione alla gestione. Anche se tutti gli azionisti avrebbero teoricamente la responsabilità di monitorare le attività manageriali, i vantaggi nel farlo per ogni singolo azionista sono proporzionali alla percentuale di azioni possedute (Jensen e Meckling, 1976; Shleifer e Vishny, 1997). In altre parole, quando la proprietà è ampiamente dispersa, è economicamente meno fattibile per ogni singolo azionista sostenere costi di monitoraggio significativi, perché riceverà solo una piccola parte dei benefici (problema del free-riding). Allo stesso modo, quando la proprietà è dispersa, è più difficile per gli azionisti monitorare le azioni manageriali. La letteratura sottolinea anche la necessità che gli azionisti si controllino a vicenda poiché potrebbero sfruttare la loro posizione per un compenso più elevato o per l'appropriazione indebita di beni. Nasce quindi la necessità di avere almeno un secondo blockholder che effettui attività di monitoraggio tramite azioni simili a quelle utilizzate per monitorare i manager. Per sottolinearne l'importanza, Shleifer e Vishny nel *Journal of Political Economy* del 1986, sostengono che la presenza di Large Shareholder aumenti il valore dell'impresa e che sia una condizione necessaria per il verificarsi di takeover positivi⁸.

⁸ Large Shareholders and corporate control, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, 1986, *Journal of Political Economy*

1.2 Gli investitori istituzionali

Le decisioni strategiche dei manager vengono controllate ed influenzate dagli investitori tramite meccanismi di Corporate Governance e, in particolare, da coloro che hanno gli incentivi adeguati per farlo. Si tratta, come visto nel paragrafo precedente, di un meccanismo interno che ha come protagonisti principali Large shareholders e Investitori Istituzionali. Questi ultimi, tipicamente, detengono un numero di azioni abbastanza elevato (5-10%) che consente di avere l'incentivo a svolgere un ruolo attivo. Negli ultimi 30 anni questo attivismo degli investitori istituzionali, si è talmente sviluppato da divenire una caratteristica propria dei mercati finanziari⁹. I risultati ottenuti da Shleifer e Vishny nel 1997 e da Becker, Cronqvist e Fahlenbrach nel 2008 confermano che la presenza di grandi investitori tra i proprietari di un'azienda è un elemento essenziale di buon governo societario¹⁰.

In Italia, una definizione esaustiva degli investitori istituzionali viene data nel Decreto Ministeriale del 18 settembre 1997: "Per investitori istituzionali si fa riferimento agli enti ed agli organismi che, per legge o per statuto, sono tenuti ad investire, parzialmente o totalmente, i propri capitali in titoli o beni immobili".

Inoltre, Borsa Italiana delinea meglio gli enti classificabili come investitori istituzionali nel seguente elenco¹¹:

- gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), i fondi comuni di investimento mobiliari, immobiliari, speculativi e le Sicav (società di investimento a capitale variabile);
- i fondi pensione;
- le compagnie di assicurazione.

Rispetto ai piccoli risparmiatori, gli investitori istituzionali non solo hanno gli incentivi per esercitare il monitoraggio, ma hanno capacità e conoscenze tecniche che permettono loro di valutare razionalmente e analiticamente le informazioni. Pertanto, svolgono il ruolo di intermediario tra i singoli investitori e le aziende, riuscendo ad accedere ed analizzare in maniera corretta la documentazione societaria che, altrimenti, sarebbe di difficile comprensione per il pubblico di

⁹ *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship: Problemi e prospettive*, S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli, 2019

¹⁰ *A SURVEY OF CORPORATE GOVERNANCE*, Darko Milosevic, The Journal of finance, 2015

¹¹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/investitore-istituzionale.html>

risparmiatori. Possono agire in modo indipendente o far parte di un gruppo più grande. È il caso, ad esempio, dei fondi bancari o dei fondi appartenenti a compagnie assicurative. Il panorama dei mercati è cambiato in modo significativo negli ultimi decenni e la percentuale di investitori individuali che detengono direttamente azioni di società quotate è costantemente diminuita. Questo calo è attribuibile al cambio di rotta da parte di individui a favore dell'acquisto di quote in fondi diversificati gestiti da investitori istituzionali. Al giorno d'oggi, la proprietà aziendale è diventata quindi prevalentemente intermediata da istituzioni piuttosto che direttamente da privati. Detenendo circa i tre quarti del volume di affari sulla Borsa di New York e facendo compra-vendita di consistenti blocchi di azioni, gli investitori istituzionali si sono guadagnati l'appellativo di "balene di Wall Street". Sono infatti la principale forza dietro la domanda e l'offerta in borsa ed hanno il potere di influenzare notevolmente i prezzi dei titoli.

Solitamente le loro strategie di investimento sono di due tipologie:

- la gestione attiva;
- la gestione passiva.

Lo stile di investimento basato sulla gestione attiva si pone come obiettivo quello di superare i rendimenti dell'indice a cui si riferisce, definito "benchmark". Questa strategia di investimento si basa sulla concezione che, grazie ad un'attenta compra-vendita di azioni, sia possibile "battere" un mercato non completamente efficiente. Il gestore attivo, grazie alla competenza e alle analisi di mercato, cambia frequentemente l'"asset allocation" del portafoglio selezionando continuamente strumenti che possano offrire dei rendimenti elevati. Invece, il metodo di gestione passiva (anche noto come "index tracking") cerca di seguire passivamente la performance di un indice piuttosto che scegliere attivamente gli investimenti. Tipicamente, il fondo acquisterà tutti i titoli che costituiscono un indice, ad esempio il FTSE 100, nella stessa proporzione, ma ovviamente in quote minori. Per garantire la continua corrispondenza tra fondo e indice sarà necessario effettuare numerosi interventi di bilanciamento. I fondi indicizzati fecero la loro comparsa nel 1971, quando Wells Fargo Bank creò il primo strumento di questo tipo con lo scopo di replicare l'indice S&P 500. In seguito alla crisi finanziaria, il settore della gestione patrimoniale ha assistito ad un passaggio globale dalle strategie di investimento attive a quelle passive. In effetti, i fondi comuni di investimento indicizzati e gli ETF (Index Exchange Traded Funds), due fondi basati su indici, hanno aumentato notevolmente il proprio patrimonio. I fautori di questa strategia ritengono molto

efficace seguire semplicemente i movimenti dei mercati, riducendo al minimo le decisioni di investimento. I vantaggi della gestione passiva sono:

- Numero di movimenti basso: avendo un modello da replicare, non c'è bisogno di fare compra-vendita continua di titoli (al massimo occorre ribilanciare il portafoglio come descritto in precedenza);
- Riduzione dei costi di transazione: i costi in commissioni, bolli o spese amministrative sono ridotti al minimo grazie al bassissimo turn-over del portafoglio;
- Si riduce e si rinvia il peso fiscale sui guadagni: vendendo meno azioni, si pagheranno meno tasse sul "*capital gain*"¹²;
- Buona diversificazione: grazie alla molteplicità di quote detenute, si ridurrà il rischio complessivo di portafoglio.

Detenere "passivamente" le azioni nel portafoglio, non implica che l'investitore non partecipi attivamente al governo societario, ma è semplicemente una tipologia di strategia. In effetti, gli investitori istituzionali sono da sempre definiti "azionisti forti" indipendentemente dalla tipologia di strategia intrapresa. Sono principalmente tre le armi a loro favore per influenzare il top management:

1. votano i pacchetti retributivi per gli amministratori delegati;
2. nominano i membri del consiglio;
3. hanno il potere di organizzare incontri con il management per esprimere opinioni sulla strategia aziendale.

Le due strategie di investimento viste in precedenza possono essere complementari le une alle altre e possono essere utilizzate in parallelo dagli investitori. Molti autori, tuttavia, hanno la convinzione che non sia conveniente per un grande investitore istituzionale adottare una strategia attiva e dispendiosa a causa di comportamenti opportunistici degli altri attori. Quest'ultimi, infatti, possono comportarsi da free-rider e seguire esattamente le mosse finanziarie studiate dagli istituzionali per battere il mercato ed offrire rendimenti maggiori. Anche Warren Buffett, uno dei più grandi

¹² Con il termine Capital Gain o guadagno in conto capitale si identifica la differenza tra il prezzo di vendita di uno strumento finanziario e il suo prezzo di acquisto. Si ha dunque un Capital Gain o una Plusvalenza quando si vende l'azione ad un prezzo superiore a quello di acquisto. In Italia il Decreto-legge n. 66 del 24/04/2014 ha sancito l'innalzamento dal 20% al 26% dell'aliquota sul Capital Gain

investitori di tutti i tempi, è dello stesso parere. Nella lettera annuale del 2013 agli azionisti di Berkshire Hathaway, ha pubblicato una sorta di testamento a sua moglie con le linee guida da adottare con il suo patrimonio. Il suo consiglio “could not be simpler: Put 10% of the cash in short-term government bonds and 90% in a very low-cost S&P 500 index fund”.

1.3 Il fenomeno “Common Ownership”

Come descritto nel paragrafo precedente, gli investitori istituzionali sono organismi che, dopo aver raccolto liquidità, investono per conto proprio e di terzi in portafogli di azioni di molte società. Ed è proprio per la vastità dei portafogli di investimento che spesso al loro interno si trovano azioni di società concorrenti operanti nello stesso mercato. Da questo evidente intreccio di interessi nasce una nuova sfida Antitrust, il fenomeno Common Ownership. Con l'introduzione di questo fenomeno viene meno il concetto classico che vede i manager di un'impresa fare di tutto per massimizzare esclusivamente il profitto aziendale e, di conseguenza, la remunerazione per i propri investitori. L'ipotesi che risale a Smith (1776), ma che rimane tuttora centrale per la maggior parte delle ricerche sulla finanza aziendale e sull'organizzazione industriale è che il proprietario-imprenditore cerca di guadagnare quote di mercato attraverso una politica di superamento dei suoi rivali. Questa ipotesi è intuitiva se si considerassero esclusivamente le strutture proprietarie di aziende come Amazon o Walmart, dove Jeff Bezos è di gran lunga il maggiore azionista di Amazon e la famiglia Walton controlla Walmart. Se queste aziende agissero nell'interesse finanziario dei loro maggiori azionisti, dovrebbero effettivamente massimizzare il proprio valore e ignorare l'impatto che le loro azioni potrebbero avere sui profitti delle altre aziende. In questo caso, Walmart e Amazon per aumentare il loro valore dovranno competere in modo aggressivo contro i rivali con l'obiettivo di aumentare sempre più la quota di mercato. La base di questa intuizione è che i maggiori azionisti non abbiano anche partecipazioni significative in altre società e che le eventuali partecipazioni in altre società da parte degli azionisti di minoranza non influenzino minimamente la strategia aziendale. Al giorno d'oggi, l'affermazione precedente risulta ancora valida, ma nel futuro si prospetta un'inversione del trend. Infatti, Marinovic e Varas nel 2019 hanno analizzato le quote delle proprietà dei fondatori di grandi aziende e si sono accorti che i fondatori in genere tendono a cedere le loro quote nel tempo¹³.

¹³ *Dynamic Blockholder Incentives: Liquidity and Reputation*, Ivan Marinovic and Felipe Varas, 2019

Questo risulta evidente nei due esempi seguenti (vedi *Figura 1 e Figura 2*) dove sono state analizzate le quote in Amazon e Berkshire Hathaway, rispettivamente di Jeff Bezos e Warren Buffet.

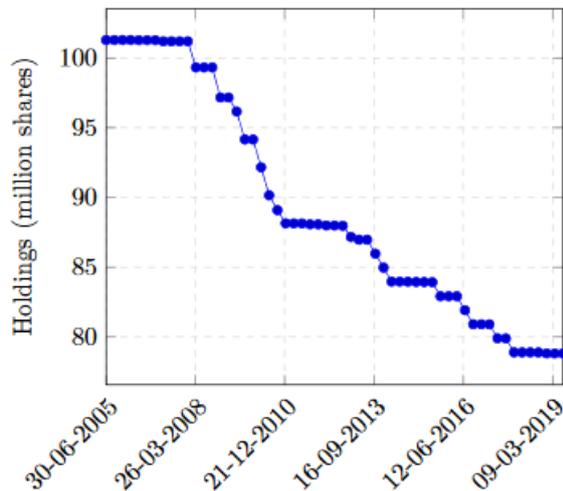


Figura 1. Quota di maggioranza appartenente a Jeff Bezos di Amazon.com, Inc. negli anni. Fonte: *Dynamic Blockholder Incentives: Liquidity and Reputation*, Ivan Marinovic and Felipe Varas, 2019

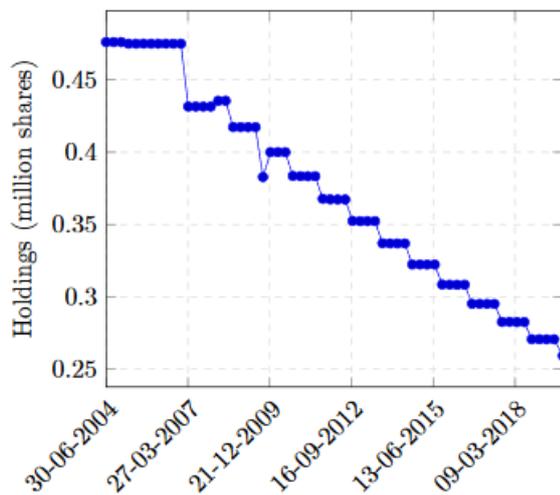


Figura 2. Quota di maggioranza appartenente a Warren Buffet di Berkshire Hathaway Inc. negli anni. Fonte: *Dynamic Blockholder Incentives: Liquidity and Reputation*, Ivan Marinovic and Felipe Varas, 2019

L'entrata nel contesto della governance aziendale della proprietà comune ha introdotto molte domande alle quali ancora oggi gli esperti non riescono a rispondere univocamente e con certezza. Quando i grandi investitori possiedono azioni in molte aziende all'interno dello stesso settore, quelle

aziende avranno un incentivo ad ammorbidire la concorrenza producendo meno unità, aumentando i prezzi, riducendo gli investimenti, innovando di meno o limitando l'ingresso nel mercato?

Rispondere a questa domanda non è affatto semplice perché entrano in gioco numerose variabili ma soprattutto perché la risposta potrebbe non essere univoca per tutti i paesi o per tutti i settori. In ogni caso, le possibili implicazioni di questa idea sono enormi: se i manager danno un peso positivo ai profitti dei rivali quando prendono decisioni strategiche, le aziende quotate in borsa per massimizzare il valore complessivo dei portafogli dei loro investitori ammorbidiranno la concorrenza con conseguenti danni ai consumatori. Coerentemente con questa possibilità, Antón et al. (2016) e Backus et al. (2019) sostengono che la proprietà comune all'interno di un settore si traduce in una retribuzione dei dirigenti che spinge i CEO a non competere in modo aggressivo contro alcuni dei loro rivali¹⁴.

L'idea che i grandi proprietari attribuiscono pesi ai profitti di imprese concorrenti diversi da zero, è l'ipotesi principale di proprietà comune. In questo contesto, le strategie delle imprese risentono degli interessi degli investitori e il processo decisionale sarà inevitabilmente influenzato. Con il fine di misurare la proprietà comune negli anni, nel 2019 tre professori universitari (Backus, Conlon e Sinkinson) hanno analizzato, per ogni coppia di imprese appartenenti allo S&P 500, il peso medio attribuito ai profitti nelle decisioni strategiche. Un peso pari a 0 corrisponde a due imprese distinte che non hanno interessi in comune, mentre un peso pari ad 1 si ha tra due imprese che colludono o che hanno accordi commerciali ben definiti. Come si può notare facilmente nel grafico seguente (vedi *Figura 3*), il peso medio è aumentato notevolmente negli anni, passando da quasi 0,2 nel 1980 a 0,7 nel 2017.

¹⁴ *Common Ownership in America: 1980-2017* Matthew Backus, Christopher Conlon, Michael Sinkinson, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, 2019

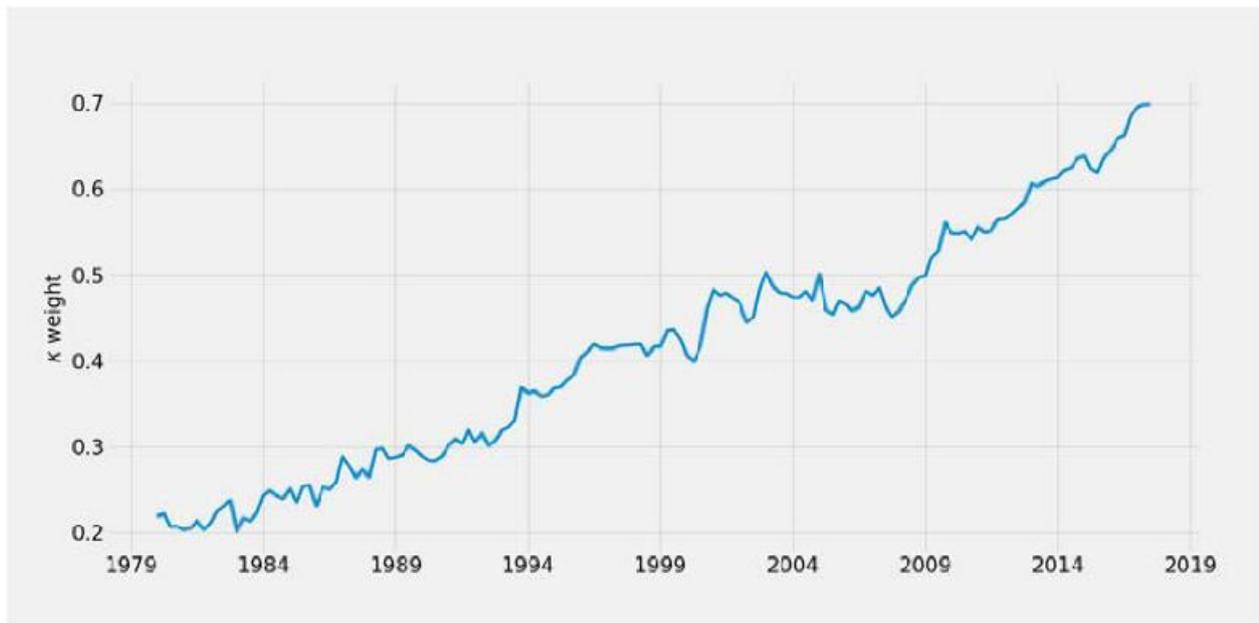


Figura 3. Peso medio attribuito ai profitti per ogni coppia di imprese dell'indice S&P 500

Questa prima analisi mostra come la strategia di un numero sempre maggiore di aziende sta cambiando con il conseguente passaggio da una situazione di concorrenza reciproca ad una in cui condividono gli azionisti principali. La teoria economica insegna che quando un singolo investitore possiede grandi partecipazioni in imprese concorrenti, l'investitore vorrà che le aziende mantengano i prezzi alti e i salari bassi. Questo accade perché la concorrenza sui prezzi e gli elevati salari riducono i profitti e di conseguenza il valore delle azioni.

L'attenzione degli enti regolatori si sta focalizzando soprattutto nei settori altamente concentrati in cui è molto probabile che le aziende abbiano proprietà comune. Ciò accade perché in un mercato concentrato è più facile e conveniente colludere al fine di adottare condizioni privilegiate e prezzi di mercato monopolistici.

Occorre comunque differenziare le due forme più comuni di partecipazioni di minoranza:

- Proprietà incrociata: "proprietà incrociata", "partecipazioni incrociate", "legami strutturali" sono sinonimi per indicare un metodo utile a rafforzare i rapporti commerciali. Possedendo azioni reciproche nelle imprese con cui una determinata società intrattiene rapporti commerciali, si instaura un rapporto solido, duraturo e vantaggioso.

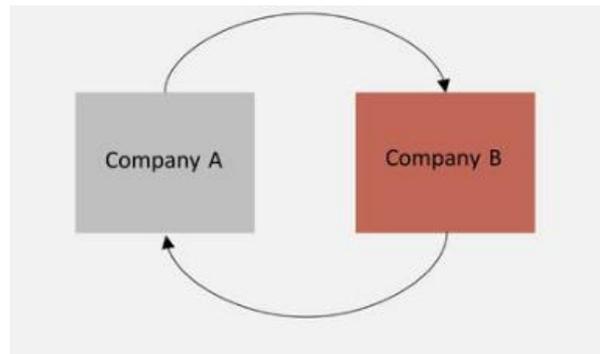


Figura 4. La proprietà incrociata

- Proprietà comune: la seconda forma si ha quando una terza parte, generalmente un investitore, detiene contemporaneamente quote di minoranza in più società concorrenti.

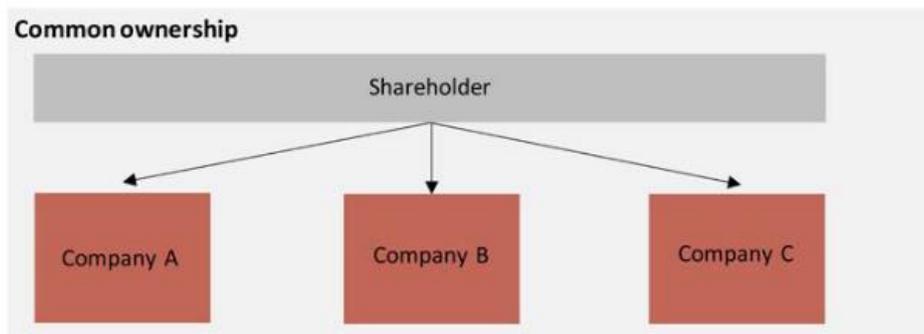


Figura 5. La proprietà comune

I recenti progressi nell'analisi degli effetti della proprietà comune hanno avviato un intenso dibattito tra economisti e studiosi di diritto sulle implicazioni politiche. Elhauge (2016) e Posner, Scott Morton e Weyl (2017) hanno proposto l'introduzione di regole per limitare la capacità dei proprietari istituzionali di detenere partecipazioni in diverse aziende operanti nello stesso settore. Nel loro *“A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors”* chiedono al Dipartimento di Giustizia e la Commissione Federale per il Commercio di applicare il Clayton Antitrust Act¹⁵ contro

¹⁵ Il Clayton Antitrust Act è stato emanato il 15 ottobre 1914, con l'obiettivo di rafforzare le disposizioni della Sherman Antitrust Act. Lo Sherman Act fu la prima legge federale che mirava a tutelare i consumatori bandendo monopoli, cartelli e trust. La legge Clayton ha cercato di migliorare e affrontare le debolezze del Sherman Act per prevenire pratiche commerciali sleali e anticoncorrenziali non contemplate.

gli investitori istituzionali. La sezione 7 del Clayton Antitrust Act, in effetti, rende responsabili le imprese che acquistano azioni di altre società se “the effect of such an acquisition may be substantially to lessen competition, or to tend to create a monopoly.” Inoltre, nel 1957 la Corte Suprema determinò che tali responsabilità sono valide anche quando l'acquisto è esclusivamente per investimento. La proposta degli autori è quella di limitare le partecipazioni degli istituzionali nello stesso settore ad una piccola quota (non più dell'1% della dimensione totale del settore) o ad azioni di una sola grande impresa ("Impresa efficace") per settore¹⁶.

Il dibattito è ormai entrato anche nella scena politica europea. Nell'aprile 2018, il Parlamento replicando alla relazione annuale della Commissione europea sulla politica di concorrenza, chiede alla Commissione di “take all necessary measures to deal with the possible anti-competitive effects of common ownership” and to “investigate...the effects of common ownership on European markets, particularly on prices and innovation”¹⁷.

1.4 La diffusione della proprietà comune: i settori principali

Quantificare l'entità della proprietà comune nelle diverse industrie statunitensi è stato oggetto di numerosi studi. Gli autori, pur utilizzando metodologie alquanto diverse, generalmente scoprono che il livello di proprietà comune nelle società quotate degli Stati Uniti è aumentato in modo significativo, specialmente in alcuni settori dell'economia, come compagnie aeree, farmacie, banche, cereali e bevande analcoliche (Posner et al, 2017). Per illustrare l'entità della proprietà comune, Azar et al. (2017) hanno notato che, selezionando casualmente due aziende appartenenti allo stesso settore dall'indice S&P 1.500, la probabilità che esse abbiano un azionista comune con almeno il 5% di quote in entrambe le imprese è aumentata esponenzialmente. In effetti, questa probabilità è salita del 70% in 15 anni, passando da meno del 20% nel 4 ° trimestre 1999 a circa il 90% nel 4 ° trimestre 2014.

¹⁶ *A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors*, Eric A. Posner, Fiona Scott Morton, & E. Glen Weyl, 2017

¹⁷ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018IP0187>

Indubbiamente le maggiori evidenze di proprietà comune in termini quantitativi sono riscontrabili nel mercato americano, ma non mancano esempi in alcuni settori europei come quello bancario o chimico.

In Germania, nel 2015, gli investitori istituzionali dominavano l'industria chimica, detenendo oltre il 60% del suo valore totale, mentre nel settore edile e nel settore alimentare detenevano poco meno del 10% del capitale totale delle società tedesche (Seldeslachts et al., 2017). Questi dati sembrano confermare l'ipotesi che gli investimenti istituzionali siano un fenomeno specifico di alcuni settori.

In Italia, nonostante la lunga crisi finanziaria che ha attraversato il paese, il patrimonio degli investitori istituzionali è aumentato da 95 miliardi di euro nel 2007 a 254,5 miliardi di euro nel 2018, con un incremento del 168%¹⁸.

Invece, in una ricerca per il Comitato di Monitoraggio Corporate Governance sul ruolo dei grandi azionisti nella corporate governance in Olanda è emerso che gran parte del capitale azionario delle società quotate olandesi è detenuto da non blockholder. Quindi, diversamente dai casi precedenti, le istituzioni finanziarie olandesi, compresi i fondi pensione, sono relativamente poco importanti e non occupano un ruolo determinante nella governance aziendale.

La teoria prevede che la proprietà comune tra concorrenti in un mercato oligopolistico porti a risultati meno competitivi. Questa previsione empirica è supportata da un numero elevato di ricerche che valutano gli effetti della proprietà comune in alcuni settori dove sono maggiormente visibili gli effetti. Azar, Schmalz e Tecu (2015), nel paper *"Anti Competitive Effects of Common Ownership"*, valutano empiricamente le implicazioni della proprietà comune nel settore aereo statunitense ed in particolare sui prezzi dei biglietti. Questo settore presenta i vantaggi che sono disponibili al pubblico dati sui prezzi e sulle quantità di passeggeri. Ogni rotta aerea viene vista dagli autori come un mercato separato in cui competono le diverse compagnie. Queste ultime, inoltre, condividono tra loro i loro top shareholders. Gli autori hanno riscontrato che la proprietà comune porta ad aumenti della concentrazione che sono più di 10 volte superiori alla soglia limite definita nelle linee guida del FTC e del DOJ nel 2010. Questi numeri sono dei campanelli d'allarme potenzialmente in grado di aumentare il potere di mercato e di ridurre il welfare nel settore.

¹⁸ Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l'anno 2018, A cura del Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali

Utilizzando delle regressioni su dati Panel¹⁹, hanno tradotto questo effetto sui prezzi dei biglietti, riscontrando un aumento rispetto al caso di “separate ownership” di una percentuale che può arrivare fino al 7%. Gli effetti anti-competitivi presentati in questo studio verranno ripresi ed approfonditi nel *Capitolo 2*.

Un altro settore dove è possibile notare il fenomeno in esame è quello bancario. In questo caso, la proprietà comune riesce ad influenzare i tassi di interesse fissati dalla banca. Le conseguenze, dal punto di vista finanziario, possono essere notevoli e possono colpire molte aree dell’economia. Il trend della common ownership nelle banche è correlato all'aumento delle difficoltà per le imprese e gli imprenditori di ottenere prestiti e può influire negativamente sulla crescita economica.

Inoltre, Waldo Ojeda in uno studio del 2019 ha dimostrato che se un'impresa e una banca hanno proprietari in comune, l'impresa ottiene prestiti maggiori dalla banca ad un tasso di interesse inferiore. La differenza del tasso di interesse del prestito è inferiore di circa otto punti base e l'ammontare del prestito è maggiore di cinque punti percentuali rispetto al caso di proprietà separata. In quest’ottica, un prestito è una transazione interna tra l'azienda e la banca e la proprietà comune è utile a ridurre i “costi di transazione”²⁰. Il seguente grafico (*Figura 6*) mostra il tasso di interesse in due scenari diversi: nessuna proprietà comune e con proprietà comune.

¹⁹ Un panel è un campione che contiene osservazioni per diversi anni consecutivi.

²⁰ *Common Ownership in the Loan Market*, Waldo Ojeda, Baruch College, The City University of New York, 2019

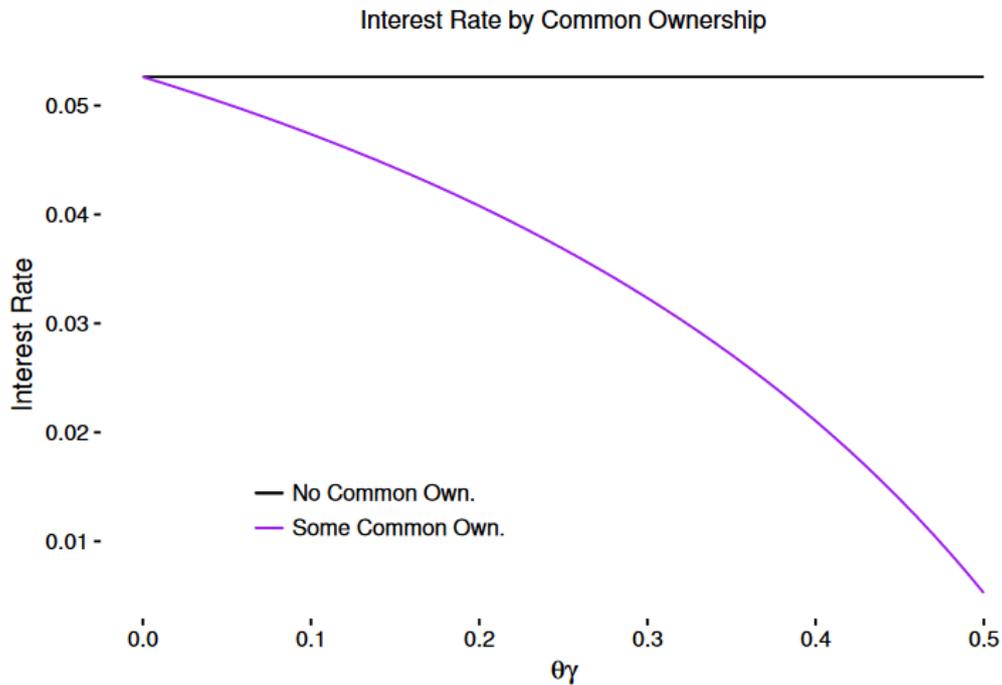


Figura 6. Tasso di interesse con (e senza) proprietà comune

Come si può vedere, il tasso di interesse rimane invariato in assenza di proprietà comune. Diminuisce, invece, all'aumentare del parametro $\theta\gamma$, definito come il prodotto delle azioni dell'impresa e della banca detenute dagli azionisti comuni.

La sovrapposizione di interessi tra proprietari di aziende e banche non è limitata esclusivamente agli Stati Uniti. Raccogliendo dati di alcune delle maggiori banche europee nei rispettivi siti Web o nei siti finanziari, è possibile notare come ad oggi gli azionisti di maggioranza delle grandi banche siano importanti investitori istituzionali operanti nel mercato globale come BlackRock, Inc., The Vanguard Group, Inc. o Capital Research Global Investors. Nelle tabelle di seguito (vedi *Tabelle 1, 2, 3, 4*), vengono riportati i primi 3 azionisti di maggioranza della Deutsche Bank, di Banca Popolare di Milano, di Banco Santander e di HSBC Group.

Deutsche Bank	%
BlackRock, Inc.	4,70%
Capital Research Global Investors	3,74%
Hudson Executive Capital, LP	3,14%

Tabella 1. Azionisti di maggioranza Deutsche Bank

BPM	%
Capital Research Global Investors	4,99%
Invesco Ltd.	2,57%
FONDAZIONE ENPAM	1,95%

Tabella 2. Azionisti di maggioranza BPM

Banco Santander	%
BlackRock, Inc.	5,40%
The Vanguard Group, Inc.	3,10%
Lyxor International Asset Management	2,80%

Tabella 3. Azionisti di maggioranza Banco Santander

HSBC	%
Ping An Asset Management Co., Ltd.	6,97%
The Vanguard Group, Inc.	2,96%
BlackRock Fund Advisors	2,42%

Tabella 4. Azionisti di maggioranza HSBC

1.5 Come misurare la proprietà comune

In questa sezione viene affrontato il problema di come quantificare la presenza della proprietà comune. In primo luogo, vengono riportate ed analizzate misure che mostrano la "sovrapposizione" della proprietà tra due coppie di aziende qualsiasi. Queste misure risulteranno di notevole utilità nei capitoli successivi per misurare l'entità della proprietà comune nelle coppie di imprese. Tuttavia, queste misure non considerano tutte le sfaccettature del fenomeno in quanto non catturano gli incentivi dei proprietari comuni ad appropriarsi delle esternalità positive delle altre imprese²¹ o l'impatto di questi incentivi sulle motivazioni manageriali.

Occorre prima di tutto definire la notazione utilizzata, si considerino per semplicità due aziende A e B, $\alpha_{i,n}$ è la frazione della società n appartenente all'investitore i, $I^{A,B}$ è l'insieme di investitori istituzionali che possiedono una partecipazione nell'impresa A e nell'impresa B e \bar{v}^A e \bar{v}^B sono rispettivamente i valori di mercato delle imprese A e B. Va sottolineato che in letteratura sono presenti molti modi per misurare la proprietà comune, ma in questo lavoro viene posta l'attenzione sulle misure più utilizzate.

Ogni formula misura la proprietà da una diversa angolazione, la prima conteggia semplicemente il numero di investitori comuni nelle imprese A e B. È molto simile alle formule utilizzate in letteratura per misurare i blockholder comuni che un'impresa ha con altre aziende nel settore, in tal caso un blockholder è definito come un investitore che possiede almeno il 5% delle azioni in circolazione sia nell'azienda in questione che in uno dei suoi rivali. Nella misura utilizzata per la proprietà comune invece vengono considerati tutti gli investitori comuni (non solo quelli con almeno il 5% in entrambe le imprese) a livello di coppia di azioni.

$$CO_{Count}(A, B) = \sum_{i \in I^{A,B}} 1$$

Con l'obiettivo di quantificare meglio l'entità della proprietà comune, con la seconda misura si introducono le quote. In questo caso, si preferisce essere cautelativi e calcolare la quota minima di

²¹ Le esternalità sono effetti (positivi o negativi) prodotti dalle imprese tramite l'attività economica che si riversano sulla collettività o su altre imprese come ricavi maggiori o costi esterni.

proprietà di ciascun investitore comune in entrambe le società e poi sommare queste quote tra tutti gli investitori.

$$CO_{Min}(A, B) = \sum_{i \in I^{A,B}} \min\{\alpha_{i,A}, \alpha_{i,B}\}$$

La terza misura della sovrapposizione della proprietà è stata pubblicata da Anton e Polk nel 2014 e, a differenza della seconda misura, utilizza il valore di mercato come peso per valutare l'importanza relativa della proprietà. La proprietà comune viene calcolata come il valore totale delle azioni detenute dagli istituzionali, fratto la capitalizzazione di mercato totale delle due imprese²².

$$CO_{AP}(A, B) = \sum_{i \in I^{A,B}} \alpha_{i,A} \frac{\bar{v}_A}{\bar{v}_A + \bar{v}_B} + \alpha_{i,B} \frac{\bar{v}_B}{\bar{v}_A + \bar{v}_B}$$

Un altro modo intuitivo e semplice per calcolare la sovrapposizione di interessi è quello di sommare le quote detenute dagli investitori in A e B per poi moltiplicarle tra loro.

$$CO_{HL}(A, B) = \sum_{i \in I^{A,B}} \alpha_{i,A} \times \sum_{i \in I^{A,B}} \alpha_{i,B}$$

Tutte le misure proposte sono molto semplici da calcolare e, per questo, molto utilizzate, tuttavia hanno alcuni svantaggi. Ad esempio, sia CO_{Count} che CO_{AP} non sono sensibili alla scomposizione della proprietà tra le due aziende. Se un investitore vende tutte le azioni dell'impresa B tranne una e utilizza i proventi per acquistare azioni dell'impresa A, i valori delle misure non cambierebbero sebbene la proprietà comune sia effettivamente scesa quasi a zero.

Infine, particolare attenzione merita un modello sviluppato nel 2018 da Gilje, Gormley e Levit per catturare gli effetti incrociati della proprietà comune sugli incentivi manageriali. La premessa

²² *Connected Stocks*, Miguel Anton and Christopher Polk, *The Journal of Finance*, 2014

principale è che le imprese si riversano reciprocamente esternalità e che i manager vorranno far proprie queste esternalità se i loro grandi azionisti possano trarne vantaggio tramite le loro proprietà in comune. Quindi i manager si prenderanno cura degli investitori comuni perchè, come abbiamo visto in precedenza, un loro calo del sostegno (ad esempio tramite votazioni, dichiarazioni pubbliche negative o vendita di azioni) può influire negativamente sulla loro reputazione.

Si consideri un'economia con $N \geq 2$ aziende quotate in borsa, ciascuna con il proprio manager. Il manager dell'impresa n ha la possibilità di intraprendere una politica aziendale $x_n \in \{0,1\}$ che, se si rivelasse corretta, aumenterebbe il valore dell'impresa e potrebbe avere effetti sulle altre imprese. Pertanto, il valore totale di n è dato da:

$$V_n(X) = \bar{v}_n + \Delta_n(X)$$

Il primo termine è il valore di mercato dell'impresa n in assenza dell'effetto delle scelte manageriali, mentre il secondo termine cattura l'effetto additivo delle esternalità delle scelte politiche (sia del manager di n che dei manager di tutte le altre imprese) sul valore dell'impresa. Soffermendo l'attenzione sugli investitori istituzionali, si assuma che ne siano un numero $I \geq 1$, è possibile quantificare il valore complessivo dei loro portafogli come:

$$W_i(X) = Y_i + \sum_{n=1}^N \alpha_{i,n} V_n(X)$$

Dove il termine $Y_i \geq 0$ indica beni non negoziabili, buoni del Tesoro o qualsiasi altro asset che non ha esternalità con nessuna delle altre N imprese, mentre $\alpha_{i,n}$ indica la frazione dell'impresa n posseduta dall'investitore i . Intuitivamente, il peso relativo dell'impresa n sul totale del portafoglio è:

$$\beta_{i,n} = \frac{\alpha_{i,n} \bar{v}_n}{Y_i + \sum_{m=1}^N \alpha_{i,m} \bar{v}_m}$$

Si ipotizzi, inoltre, che ci siano due tipi di grandi investitori: quelli informati che sono attenti alle scelte politiche del gestore e quelli non informati. Un investitore è informato e attento con probabilità $g \in [0,1]$, mentre è dis informato con probabilità $1 - g$. Si suppone inoltre che g dipenda solo dall'importanza di un titolo nel portafoglio complessivo dell'investitore e che sia quindi una funzione crescente in $\beta_{i,n}$. Un investitore non informato vota per la gestione con probabilità $\gamma_i \in [0,1]$, che è un parametro specifico dell'investitore e non è influenzato dalle scelte della politica del gestore. Un investitore informato, invece, vota a favore della direzione con probabilità $\rho w_{i,n}(X)$, dove $w_{i,n}(X)$ è definito come il miglioramento del valore del portafoglio dell'investitore dalla scelta della politica del gestore n rispetto alla peggiore politica possibile che il gestore avrebbe potuto scegliere, mentre il parametro $\rho > 0$ è un fattore correttivo che garantisce che il termine sia minore o uguale ad 1. Ciò è abbastanza intuitivo, infatti il sostegno di un investitore informato dipende dalle scelte intraprese dal manager. Con queste premesse, la probabilità che un investitore istituzionale i voti per il manager di n è data da:

$$p_{i,n}(X) = (1 - g(\beta_{i,n}))\gamma_i + g(\beta_{i,n})\rho w_{i,n}(X)$$

Considerando anche la frazione dei retail investor ($1 - \sum_{i=1}^I \alpha_{i,n}$) che fanno semplice compravendita di azioni e che supportano il manager con una probabilità fissa γ_{retail} , il totale di voti a supporto del manager dell'impresa n è:

$$P_n(X) = \gamma_{\text{retail},n}(1 - \sum_{i=1}^I \alpha_{i,n}) + \sum_{i=1}^I \alpha_{i,n} p_{i,n}(X)$$

A questo punto è possibile definire la funzione di utilità obiettivo del manager dell'impresa n come:

$$U_n(X) = B_n(x_n) + \lambda_n P_n(X)$$

Dove $X = (x_n, X_{-n})$ e $\lambda_n \geq 0$ è il peso che il manager attribuisce al sostegno degli azionisti, che riflette la forza della governance dell'impresa, mentre $B_n(x_n)$ rappresenta i benefici privati della politica x_n per il manager (se ≥ 0) o i costi della politica (se ≤ 0). Intuitivamente, l'obiettivo manageriale è quello di massimizzare l'utilità. Si tratta di un trade off tra benefici privati e costi di una politica che fa aumentare, presumibilmente, il supporto degli azionisti. In ogni caso, il manager sceglierà la politica x_n se e solo se l'utilità associata sarà maggiore rispetto al non fare quella determinata scelta politica:

$$U_n(1, X_{-n}) \geq U_n(0, X_{-n})$$

La disuguaglianza precedente può essere quindi espressa come:

$$P_n(1, X_{-n}) - P_n(0, X_{-n}) + \frac{B_n(1) - B_n(0)}{\lambda_n} \geq 0$$

Inoltre, sostituendo i primi due termini con le equazioni viste in precedenza, si ottiene:

$$\sum_{i=1}^I \alpha_{i,n} g(\beta_{i,n}) \left[\sum_{m=1}^N \alpha_{i,m} \rho(\Delta_{m,n}(1) - \Delta_{m,n}(0)) \right] + \frac{B_n(1) - B_n(0)}{\lambda_n} \geq 0$$

L'aumento del sostegno degli azionisti
derivante dall'assunzione della politica
 x_n

La variazione
normalizzata dei benefici
privati del manager

Partendo dalla disuguaglianza precedente, Gilje, Gormley e Levit definiscono la proprietà comune tra due imprese A e B ($CO(A, B)$) come il cambiamento del sostegno degli azionisti per il manager dell'impresa A quando si sceglie una politica sotto proprietà comune rispetto al caso in cui nessun

investitore dell'impresa A possiede azioni dell'impresa B ($\alpha_B = \mathbf{0}$). $CO(A, B)$ esprime come la sovrapposizione negli azionisti influisce sui manager, inoltre l'espressione vale a prescindere della scelta manageriale di intraprendere o meno la generica politica x_n . Con questa premessa, tralasciando la variazione normalizzata dei benefici privati che non è importante ai fini dell'analisi, si ottiene l'espressione di $CO(A, B)$.

$$CO(A, B) = \rho [\Delta_{B,A}(1) - \Delta_{B,A}(0)] \sum_{i=1}^I \alpha_{i,A} g(\beta_{i,A}) \alpha_{i,B}$$

Considerando le difficoltà esistenti nel calcolare il valore delle esternalità (Δ) e il parametro ρ , gli autori hanno deciso di eliminare la prima parte dell'equazione, ottenendo così la misura GGL.

$$GGL(A, B) = \sum_{i=1}^I \alpha_{i,A} g(\beta_{i,A}) \alpha_{i,B}$$

L'impatto di ogni investitore comune sugli incentivi manageriali è il prodotto di tre input: la misura in cui il manager si preoccupa delle preferenze di quell'investitore (che è proporzionale alla quota di partecipazione dell'investitore), l'importanza che l'investitore pone sull'esternalità (che è proporzionale alla sua quota di proprietà nell'altra impresa), e la probabilità che l'investitore sia informato sul fatto che le azioni del gestore abbiano migliorato il valore del suo portafoglio complessivo (che è correlato all'importanza dell'azienda nel portafoglio dell'investitore). La funzione g si assume che sia lineare al crescere del peso relativo dell'impresa sul totale del portafoglio dell'investitore (β).

Sia nella misura GGL che nelle altre viste in questa sezione, i pesi di importanza degli investitori vengono attribuiti in base alla percentuale di quota detenuta. Si potrebbe ipotizzare che i gestori si preoccupino solo dei loro cinque maggiori investitori, allora si dovrebbe costruire $GGL(A, B)$ utilizzando solo i primi cinque investitori in termini di quota.

SECONDO CAPITOLO

Competizione e collusione con “Common Ownership”

2.1 La collusione tacita da incentivo manageriale

Il tema della concorrenza in un settore industriale è di cruciale importanza per spiegare le dinamiche che governano e definiscono l'incontro tra domanda ed offerta nei mercati. Il grado di competizione è strettamente correlato al comportamento delle imprese che è, a sua volta, determinato dalle caratteristiche strutturali del mercato stesso (numero e dimensione delle imprese, condizioni del prezzo e della domanda, ecc.). Di conseguenza, i cambiamenti a livello di settore che possono facilitare comportamenti collusivi tra le imprese e determinare una riduzione del grado di concorrenza devono essere analizzati attentamente dalle autorità competenti. Il fine ultimo è, ovviamente, quello di garantire ai consumatori finali un mercato equo e competitivo.

La concorrenza è di fondamentale importanza nella maggior parte delle teorie economiche. Smith (1776) ha basato le sue teorie sull'intuizione che i mercati competitivi sono in grado di favorire una sana “guerra” tra le imprese che favorisca il benessere complessivo. Ogni impresa, quindi, agendo in modo egoistico e massimizzando i propri interessi, crea le basi per un mercato giusto. Dall'altro lato, cos'è che determina e favorisce questo obiettivo delle imprese garantendo questa condizione?

Per rispondere a questa domanda, la letteratura teorica ha da tempo individuato un ruolo cruciale nei proprietari stessi. Questi ultimi, infatti, tramite i contratti di compensazione hanno il potere di spingere i manager a competere in modo più o meno aggressivo (Hart, 1983, *The Market Mechanism as an Incentive Scheme*; Fershtman e Judd, 1987 *Equilibrium Incentives in Oligopoly*; Schmidt, 1997, *Managerial Incentives and Product Market Competition*). Come anticipato nel capitolo precedente, molti articoli economici presumono che gli azionisti cerchino di massimizzare esclusivamente il valore di una singola impresa. L'osservazione tuttavia è in conflitto con un principio fondamentale dell'economia finanziaria in base al quale gli azionisti dovrebbero creare portafogli diversificati. Inoltre, anche la crescita e il consolidamento della gestione patrimoniale intermediata hanno portato a diversi cambiamenti nello scenario della proprietà delle imprese. Gli interessi degli

azionisti hanno come risultato finale quello di preferire la massimizzazione del profitto del portafoglio piuttosto che dell'impresa. In questa sezione verranno analizzati gli incentivi manageriali e, in particolare, si cercherà di capire come questi possano mutare con la proprietà comune. L'idea di fondo è che, nella formulazione dei contratti di compensazione, i proprietari cerchino di allineare i comportamenti del manager con i propri obiettivi. Queste considerazioni, sebbene abbastanza intuitive, sono state analizzate nello specifico per comprendere se, effettivamente, ci fosse un effetto riscontabile nella compensazione dei gestori.

Per comprendere questo effetto, viene proposta un'analisi svolta nel 2018 da Miguel Antón, Florian Ederer, Mireia Giné e da Martin Schmalz nel paper *Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives*. In particolare, viene illustrato come la variazione nelle preferenze degli azionisti spieghi il cambiamento degli incentivi manageriali. Gli economisti hanno analizzato fino a che punto il comportamento delle imprese può essere diverso dal quello definito nella teoria classica.

Alla base del modello teorico c'è l'ipotesi che incentivi più deboli ai manager possano avere l'effetto di aumentare i profitti generali di settore. Questo accade poichè portano inevitabilmente ad uno sforzo manageriale inferiore, ma uno sforzo inferiore da parte dei manager del settore può portare a minore concorrenza. Pertanto, i proprietari comuni possono ottenere i risultati desiderati semplicemente omettendo di offrire una retribuzione manageriale sensibile alle prestazioni. Già nel 2009 era stato dimostrato che i top manager tendono ad avere incentivi finanziari più forti per massimizzare il valore dell'impresa solo quando le aziende sono controllate da azionisti senza interessi nei competitor²³.

Il modello preso in analisi si fonda anche sugli incentivi manageriali studiati da Raith (*Competition, Risk, and Managerial Incentives*, 2003)²⁴. Seguendo questa idea, un manager massimizza l'utilità del suo compenso al netto del suo sforzo. Maggiore è lo sforzo manageriale minori saranno i costi dell'azienda, riuscendo quindi ad aumentare i profitti. Tuttavia, la diminuzione dei costi dell'impresa ha l'effetto di aumentare anche le quantità di equilibrio e di diminuire i prezzi di equilibrio nel mercato del prodotto (porta sostanzialmente ad una maggiore concorrenza tra le imprese). Pertanto, la compensazione sensibile alle prestazioni svolge un triplice ruolo. Innanzitutto, induce

²³ Alex Edmans, Xavier Gabaix, Augustin Landier, *A Multiplicative Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium*, *The Review of Financial Studies*, December 2009

²⁴ Michael Raith, *Competition, Risk, and Managerial Incentives*, *American Economic Review* vol. 93, no. 4, September 2003

uno sforzo manageriale maggiore per tagliare i costi, scoraggia inoltre il manager dal dirottare fondi a suo favore²⁵, ma favorisce anche la competitività tra le imprese. In ogni caso, rispetto al caso di riferimento in cui le imprese hanno una proprietà separata, un common owner beneficia allo stesso modo dei miglioramenti dei costi, ma soffre maggiormente del conseguente aumento della produzione perché questo riduce i profitti delle altre imprese di sua proprietà. Un proprietario comune quindi ha incentivi economici relativamente più deboli nel fornire al suo manager un compenso altamente sensibile alle prestazioni. Pertanto, la previsione sarà quella di avere gli incentivi manageriali più piatti nei settori in cui la proprietà comune è diffusa.

Questa interpretazione potrebbe essere molto utile per indirizzare gli organi competenti a fare di più per frenare una remunerazione dirigenziale molto spesso eccessiva ma insensibile alla performance. Secondo questo punto di vista, i manager di aziende di proprietà dei fondi comuni di investimento, grazie agli incentivi piatti, si sforzano relativamente poco in cambio di guadagni elevatissimi. In effetti, le poche guerre sui prezzi e i profitti generali elevati (di settore) fanno pensare ad una vita "ideale" dei dirigenti. Infine, l'analisi mostra come gli effetti sul mercato causati dalla proprietà comune si possano ottenere senza avere necessariamente un coordinamento diretto tra le imprese (collusione diretta). Si tratta spesso di una collusione implicita, guidata semplicemente da sottili cambiamenti negli incentivi della maggior parte dei manager.

Gli autori sono giunti ai risultati esposti in precedenza tramite un gioco di concorrenza basata sul modello di Cournot²⁶ in cui sono presenti, per semplicità, 2 aziende (duopolio) che producono prodotti sostituti imperfetti. Ogni azienda i è di proprietà di un azionista di maggioranza ed un insieme di proprietari di minoranza, inoltre è gestita da un unico manager. Si ipotizza che il dirigente sia avverso al rischio²⁷.

Il modello ha due fasi:

- fase 1: il proprietario di maggioranza di ciascuna azienda propone un contratto di incentivazione al manager;

²⁵ Il trasferimento di beni e profitti dalle imprese a vantaggio di coloro che le controllano viene definito nella corporate governance Tunneling

²⁶ L'oligopolio di Cournot è un modello economico utilizzato per descrivere una struttura industriale di oligopolio in cui le aziende decidono, in modo indipendente e contemporaneamente, la quantità di output che produrranno

²⁷ Le stesse previsioni qualitative sarebbero valide per un gestore neutrale al rischio

- fase 2: i manager si impegnano ed operano garantendo l'efficienza attraverso costosi sforzi privati in modo coerente con gli incentivi manageriali progettati dagli azionisti nella fase 1.

La domanda di mercato viene estrapolata dal comportamento di un consumatore ideale con la seguente funzione di utilità quadratica:

$$U(q) = A \sum_{i=1}^2 q_i - \frac{1}{2} \left(b \sum_{i=1}^2 q_i^2 + 2a \sum_{i \neq j} q_i q_j \right)$$

dove q_i è la quantità del prodotto i (dell'impresa i), $A > 0$ rappresenta la qualità e l'importanza complessiva del prodotto mentre $b > 0$ misura la concavità della funzione di utilità e a rappresenta il grado di sostituibilità tra i prodotti i e j . Invece, $b > a > 0$ garantisce che i prodotti siano sostituti (imperfetti). Più a è alto, più simili sono i prodotti. Il conseguente problema di massimizzazione dell'utilità del consumatore produce una domanda inversa lineare per ogni prodotto i in modo tale che le imprese affrontino funzioni di domanda inversa simmetriche date da:

$$P_i(q_i, q_j) = A - bq_i - aq_j$$

dove $i \in 1, 2$. Pertanto, la scelta dell'azione del manager sulle quantità del proprio prodotto ha un impatto maggiore (poiché $b > a$) sulla domanda rispetto alle azioni dei suoi rivali competitivi. Ogni impresa i ha un costo marginale costante pari a:

$$c_i = \bar{c} - e_i$$

dove \bar{c} è una costante ed e_i è lo sforzo esercitato dal manager dell'azienda i . I profitti dell'impresa i sono quindi dati da:

$$\pi_i = q_i(A - bq_i - aq_j - c_i) + \varepsilon_i$$

Assumiamo che ε_i sia l'errore, che sia normalmente distribuito con media zero e varianza σ^2 e che sia indipendente dai profitti delle altre aziende.

A questo punto, tutti i manager scelgono simultaneamente livelli di impegno e quantità in base agli incentivi dati dai loro contratti. Al manager dell'azienda i viene offerto il seguente compenso totale sotto forma di un contratto lineare:

$$w_i = s_i + \alpha_i \pi_i$$

dove s_i è lo stipendio fisso e α_i è la percentuale incentivante sui profitti dell'impresa i (π_i).

Questo contratto rispecchia le dinamiche di compensazione reali poiché la compensazione dei top manager è solitamente legata al patrimonio netto della loro azienda che riflette i profitti aziendali. Lo stipendio base deve comunque soddisfare il vincolo di partecipazione di un manager razionale in base alle offerte esterne. Ogni manager, quindi, seguendo la funzione di Raith, sceglierà le quantità di output e il proprio livello di sforzo per massimizzare il suo salario al netto dei rischi e degli sforzi da compiere²⁸:

$$\max_{e_i, q_i} s_i + \alpha_i [A - bq_i - aq_j - (\bar{c} - e_i)] q_i - \frac{r}{2} \alpha_i^2 \sigma^2 - \frac{k}{2} q_i e_i^2$$

Dove r è il grado di avversione al rischio del manager mentre $\frac{k}{2} q_i e_i^2$ è la sua disutilità dello sforzo. Questa forma funzionale presuppone giustamente che all'aumentare dell'output dell'impresa diventi più costoso per il manager ridurre i costi.

²⁸ Michael Raith, *Competition, Risk, and Managerial Incentives*, American Economic Review vol. 93, no. 4, September 2003

Semplificando ulteriormente il modello, si può assumere che ci siano esclusivamente due proprietari con quote simmetriche: il proprietario i ha una quota di maggioranza nell'impresa i e una quota di minoranza in j e viceversa per il proprietario j .

L'obiettivo dei proprietari sarà quello di massimizzare il proprio portafoglio:

$$\varphi_i = (\pi_i - w_i) + \lambda(\pi_j - w_j)$$

In cui il coefficiente λ esprime il grado di proprietà comune tra le due imprese.

Passando al gioco del modello, nello stadio 1 ogni proprietario di maggioranza propone un contratto incentivante al dirigente che possa massimizzare il suo portafoglio, cioè:

$$\max_{s_i, \alpha_i} (\pi_i - w_i) + \lambda(\pi_j - w_j)$$

Va sottolineato come questa funzione di utilità sia soggetta anche al vincolo di partecipazione del manager, in particolare w_i deve essere maggiore di una possibile offerta w_i' da parte di un'impresa esterna.

Nello stadio 2 del gioco, entrambi i dirigenti scelgono simultaneamente lo sforzo e le quantità di output, sapendo del contratto che hanno firmato nel precedente stadio. Quindi, risolvendo il gioco per backward induction²⁹, la migliore risposta del manager i nel secondo stadio sarà:

$$e_i = \frac{\alpha_i}{k}$$

²⁹ L'induzione a ritroso (backward induction) è un processo di ragionamento che va a ritroso nel tempo con lo scopo di determinare una sequenza di azioni ottimale. Si procede in primo luogo considerando l'ultima volta che una decisione può essere presa, individuando una scelta ottimale in quella situazione. Usando questa informazione, si può quindi stabilire che cosa fare in occasione della penultima azione e così via sino a quando, con questa analisi a ritroso, non si individui un'azione ottimale per ogni possibile situazione in qualsiasi punto nel tempo. In teoria dei giochi, l'induzione a ritroso è stata utilizzata per la prima volta da John von Neumann e Oskar Morgenstern nel loro lavoro: *Teoria dei Giochi e comportamento economico* (1944)

$$q_i = \frac{A - \bar{c} - aq_j}{2b} - \frac{\alpha_i}{2bk} \left(1 - \frac{\alpha_i}{2}\right)$$

In primo luogo, si noti che più forti sono gli incentivi α_i dati al manager, maggiori saranno i miglioramenti di efficienza e_i che egli deciderà di intraprendere, come si può notare nell'equazione precedente. Come previsto, una quota maggiore dei profitti aziendali incoraggia il manager a compiere uno sforzo maggiore per ridurre i costi. In secondo luogo, incentivi più forti portano anche a quantità più elevate (ed ovviamente prezzi più bassi). In questo caso i miglioramenti di efficienza indotti da incentivi maggiori spingono il manager a impostare una quantità più elevata. È inoltre facilmente visibile come lo stipendio base s_i non influisca minimamente sulle decisioni manageriali. Integrando tra loro le risposte di i e j , si giunge alle funzioni di risposta combinate $e_i(\alpha_1, \alpha_2)$ e $q_i(\alpha_1, \alpha_2)$ delle 2 imprese:

$$e_i(\alpha_1, \alpha_2) = \frac{\alpha_i}{k}$$

$$q_i(\alpha_1, \alpha_2) = \frac{A - \bar{c}}{2b + a} + \frac{2b\alpha_i - a\alpha_j}{2k(4b^2 - a^2)}$$

Sostituendo i risultati ottenuti nel secondo stadio all'interno delle funzioni obiettivo del proprietario i nel primo stadio coerentemente con la procedura backward e differenziando rispetto a α_i , si ricava l'incentivo simmetrico ed ottimale per i due manager:

$$\alpha^* = \frac{2k(A - \bar{c})(8b^2 - a^2 - 2\lambda ab)}{\lambda a(4b + a) + a^2 - 2ab - 12b^2 + 4(4b^2 - a^2)(2b + a)(1 + k\sigma^2)k}$$

Quest'ultimo risultato, ponendo l'attenzione sulla remunerazione manageriale, fornisce un enorme contributo alla letteratura sulla proprietà comune.

Derivando parzialmente l'ultima espressione per il grado di proprietà comune λ , è possibile notare come gli incentivi di equilibrio α^* dati ai manager diminuiscono al crescere di λ . Questo risultato è coerente con quanto affermato in precedenza sugli obiettivi dei proprietari, i quali, ovviamente, preferiscono di gran lunga una concorrenza attenuata tra le 2 aziende nei loro portafogli. Di conseguenza, diminuendo α_i nella fase 1, riusciranno ad indirizzare il comportamento manageriale a loro piacimento.

In questo modello, non è necessario assumere che il gestore sia avverso al rischio. Come si può vedere, ponendo l'avversione al rischio r pari a 0, il risultato è una diminuzione del denominatore nella formula dell'incentivo, ma non varia il risultato complessivo.

2.2 Misurare gli effetti della proprietà comune tramite indici di concentrazione

L'analisi svolta finora è stata incentrata nel valutare l'effetto di partecipazioni parziali sugli incentivi competitivi. In questa parte, invece, definiamo i possibili metodi per quantificare in modo oggettivo questi effetti. Alcuni esperti (come Areeda e Turner) sono scettici riguardo alla capacità di quantificare questi effetti in modo semplice ed univoco. Sebbene non esista effettivamente un unico indice, di seguito verranno esposti metodi utili a misurare gli effetti della common e della cross ownership. Va sottolineato che, alla base di questi metodi, ci sono gli indici utilizzati nell'analisi delle fusioni tra imprese. L'economia antitrust ha sviluppato due metodologie oggettive per valutare quantitativamente gli effetti delle fusioni sui prezzi e sugli incentivi alla produzione:

- *indice di concentrazione delle quattro imprese (four-firm concentration ratio - CR4 ratio):* definito come la somma delle quote di mercato delle 4 imprese più grandi;
- *indice di Herfindahl-Hirschman (comunemente chiamato HHI) definito dagli economisti Orris C. Herfindahl e Albert O. Hirschman.*

Quest'ultima metodologia, l'Herfindahl-Hirschman Index, viene utilizzata dal 1982 per valutare il grado di competitività nel mercato dopo le fusioni orizzontali. In termini di economia sottostante, tale metodologia si basa sul modello oligopolistico di Cournot della concorrenza quantitativa tra le imprese che producono prodotti omogenei³⁰. In tempi più recenti, l'indice HHI è stato ampliato al

³⁰ Hanno caratteristiche simili o uguali

fine di considerare anche gli interessi parziali della proprietà come possibile fonte di potere di mercato. Sebbene a volte l'HHI sia trattato come una misura arbitraria di concentrazione, ha una base teorica derivante dall'economia dell'organizzazione industriale. Inoltre, in un mercato competitivo, l'HHI è correlato al margine tra il prezzo di mercato e il costo. Tenendo in considerazione tutte le quote di mercato di un settore, fornisce una buona indicazione circa la concentrazione nello stesso. Per definizione, un settore viene definito altamente concentrato quando solo pochi attori detengono una grande percentuale della quota, portando a una situazione quasi monopolistica. Un basso grado di concentrazione significa invece che ci sono molte aziende di dimensioni più o meno uguali che condividono il mercato. L'HHI viene definito come la somma dei quadrati delle quote di mercato di ciascuna delle N imprese in un settore.

$$HHI = \sum_{i=1}^N s_i^2$$

L'Indice di concentrazione di Herfindahl – Hirschman sottolinea una relazione diretta tra il grado di concentrazione industriale ed il livello medio di potere di mercato. Esso viene utilizzato per monitorare il potenziale impatto di fusioni e acquisizioni su un settore ed è una misura quantitativa che le autorità di regolamentazione possono citare per porre il veto ad una transazione di quote. Allo stesso modo, le società possono includere l'indice nelle loro proposte di M&A per indicare che la fusione non porterebbe a danni concorrenziali. Ovviamente, più basso è l'HHI, maggiore è il potere che i consumatori detengono in quel settore. Pertanto, i prezzi saranno generalmente più bassi e i margini aziendali compressi. Può variare da 1 (bassa concentrazione) a 10.000 (monopolio). Secondo la Borsa Italiana, un HHI inferiore a 1.000 rappresenta un settore con una bassa concentrazione di mercato. Un HHI compreso tra 1.000 e 1.800 rappresenta una concentrazione moderata. Invece, valori HHI superiori a 1.800 rappresentano un settore altamente concentrato. Il Dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti, invece, spesso applica una regola generale secondo cui se si prevede che una transazione di fusione o acquisizione aumenti l'HHI di un settore di oltre 200 punti, potrebbero esserci legittime preoccupazioni che la transazione possa violare alcune leggi antitrust. Pertanto, tali transazioni sono soggette a un controllo accurato. Inoltre, esiste una stretta relazione tra l'indice HHI e il potere di mercato misurato tramite l'indice di Lerner. Quest'ultimo

viene definito come il rapporto tra il mark-up dell'impresa (ovvero la differenza tra il prezzo P ed il costo marginale C') ed il prezzo. In effetti, ci si aspetta che un'impresa con tanto potere di mercato aumenti il più possibile il proprio mark-up. Detta formulazione non tiene però conto delle quote di mercato detenute da ogni impresa. A tal proposito si completa l'indice moltiplicandolo per la quota di mercato. La relazione esistente con l'HHI è espressa da:

$$L = \sum_i s_i \frac{P - MC}{P} = \frac{\sum_i s_i^2}{\varepsilon} = \frac{HHI}{\varepsilon}$$

Dove ε è l'elasticità della domanda al prezzo definita come $\frac{\partial x}{\partial p} \frac{p}{x}$.

Tenendo conto dell'utilità dell'indice sopra descritto, Bresnahan e Salop³¹ nel 1986 e O'Brien e Salop³² nel 2000 hanno adattato l'HHI ad una serie di interessi finanziari alternativi e diversi scenari di controllo aziendale. L'intuizione di base è che la misura di concentrazione potrebbe essere sottostimata se si presume che le imprese si comportino in modo completamente indipendente, nonostante la loro proprietà in competitor diretti.

Anche in questo modello, gli autori assumono che i manager si allineino alla funzione obiettivo dei proprietari e, quindi, vorranno massimizzare il portafoglio complessivo in mano agli azionisti di maggioranza dell'azienda in cui lavora. Si può ipotizzare che i proprietari usino la remunerazione o semplicemente un accordo verbale come mezzo di incentivo. Ovviamente, come per l'indice HHI, ci si basa su una competizione "alla Cournot" tra imprese. Secondo gli autori, il manager dell'impresa j massimizzerà la funzione:

$$\max_{x_j} \sum_i \gamma_{ij} \pi^i$$

³¹ *Quantifying the competitive effects of production joint ventures*, International Journal of Industrial Organization, 1986, vol. 4, issue 2, 155-175

³² *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, 67 Antitrust L.J. 559-614 (2000)

Dove x_j è la quantità di output di j , γ_{ij} è il grado di controllo del proprietario i sull'impresa j , mentre il profitto π^i è la quota di profitto (di tutte le imprese) che spetta al proprietario i . Ovviamente, quest'ultimo termine dipenderà del profitto reale delle k imprese (π_k), ma anche dalla quota proprietaria di azioni β_{ik} in mano a i . Quindi, l'espressione precedente potrebbe essere riscritta come:

$$\max_{x_j} \sum_i \gamma_{ij} \sum_k \beta_{ik} \pi_k$$

In un classico modello di Cournot, il profitto di un'azienda k deriva dalla funzione di domanda inversa $P(X)$, dalla quantità di output x_k e dai costi totali $C_k(x_k)$. Spacchettando il profitto nelle sue componenti si ottiene:

$$\max_{x_j} \sum_i \gamma_{ij} \sum_k \beta_{ik} [P(X)x_k - C_k(x_k)]$$

La condizione del primo ordine in grado di massimizzare l'espressione è data da:

$$\sum_i \gamma_{ij} \left\{ \sum_k \beta_{ik} P' x_k + \beta_{ij} [P - C'_j(x_j)] \right\} = 0$$

A questo punto, moltiplicando il primo termine per X/X ed entrambi i termini per $1/P$, è possibile riscrivere la condizione del primo ordine come:

$$\sum_i \gamma_{ij} \sum_k \beta_{ik} \left(\frac{P' X}{P} \right) \frac{x_k}{X} + \sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij} \frac{P - C'_j(x_j)}{P} = 0$$

Si noti che $\frac{x_k}{X}$ è la quota di mercato dell'impresa k (chiamata s_k), mentre $\frac{P'X}{P}$ è l'inverso dell'elasticità della domanda ε . Quindi, riformulando l'espressione precedente si giunge a:

$$\frac{P - C'_j(x_j)}{P} = \frac{1}{\varepsilon} \sum_k \frac{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij}} s_k$$

Infine, moltiplicando entrambi i lati dell'equazione per la quota di mercato dell'impresa j (s_j) e sommando per tutte le imprese, si ottiene:

$$\sum_j s_j \frac{P - C'_j(x_j)}{P} = \frac{1}{\varepsilon} \left[\sum_k \sum_j \left(\frac{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij}} \right) s_k s_j \right]$$

Il termine tra parentesi nell'equazione precedente rappresenta l'indice di concentrazione MHHI (*Modified Herfindahl-Hirschman Index*).

Anche in questo caso, come nell'espressione vista in precedenza, c'è una correlazione diretta tra l'indice di Lerner e l'indice di concentrazione. Inoltre, in assenza di partecipazioni di minoranza, è possibile notare come MHHI corrisponda all'indice HHI. In altre parole, lo standard HHI è una versione generalizzata dell'MHHI presumendo che non vi siano legami di proprietà tra imprese. In effetti, portando fuori dalla sommatoria il termine in cui $k=j$, è possibile riscrivere l'espressione di MHHI come:

$$MHHI = HHI + \sum_j \sum_{k \neq j} \left(\frac{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij}} \right) s_k s_j$$

Una proprietà interessante della misura è che può essere suddiviso in due componenti: la concentrazione del settore misurata dall'indice Herfindahl Hirschman (HHI) e un "delta MHHI" che riflette gli effetti della proprietà incrociata e comune sulla concorrenza all'interno del settore. HHI

dipende dal numero e dalla dimensione relativa dei concorrenti, mentre il delta MHHI rileva fino a che punto questi concorrenti sono collegati tramite proprietà e controllo comuni.

A parità di altre condizioni, un grado più elevato di controllo o influenza da parte degli investitori comuni implica un legame più forte tra le imprese e quindi in un MHHI più elevato, che si traduce in una maggiore concentrazione in un settore.

Seguendo tale metodologia, Bresnahan e Salop hanno modificato l'HHI per una serie di interessi finanziari alternativi. In particolare, hanno creato diversi delta MHHI per diversi scenari di controllo aziendale che verranno analizzati di seguito.

In una fusione, l'impresa acquirente controlla le decisioni sui prezzi e sulla produzione dell'impresa acquisita e può anche aumentare il prezzo praticato da quest'ultima. Invece, in una struttura di controllo aziendale caratterizzata da un interesse finanziario silenzioso un'impresa acquirente ha diritto a una quota dei profitti dell'impresa acquisita ma non ha il potere di controllare o influenzare le decisioni dell'impresa acquisita. L'impresa acquisita agisce quindi come se fosse un'entità indipendente dall'impresa acquirente. Un interesse finanziario silenzioso può derivare dall'emissione di azioni senza diritto di voto, da limitazioni dello statuto o dall'acquisizione di un interesse finanziario troppo piccolo per essere decisivo. Questo scenario non porta ad alcun cambiamento di incentivo, non modifica quindi la concorrenza nel mercato. All'estremo opposto c'è una struttura di governance che porta l'impresa acquirente ad avere il controllo totale sul processo decisionale dell'impresa acquisita. Va ribadito come un'impresa acquirente ha una posizione di controllo totale anche in una fusione. Tuttavia, anche una quota di maggioranza nell'azienda acquisita potrebbe portare al controllo totale a meno che non sia vincolata dallo statuto sociale o da restrizioni generali del diritto societario. Il controllo totale può sorgere anche quando l'impresa acquirente ha una quota di minoranza. Ad esempio, l'impresa acquirente con una partecipazione finanziaria di minoranza potrebbe comunque essere designata come partner operativo oppure potrebbe possedere la maggioranza delle azioni con diritto di voto³³. Il controllo totale da parte di un azionista di minoranza può verificarsi anche quando gli altri azionisti sono molto piccoli e non sono in grado di formare una coalizione per impugnare le decisioni dell'azionista dominante. Il controllo totale a volte porta agli incentivi e ai risultati potenzialmente meno competitivi di tutti gli

³³ Il diritto di voto appartiene all'insieme dei diritti patrimoniali di cui è titolare l'azionista. Tuttavia, le società possono emettere azioni prive del diritto di voto, oppure con diritto di voto limitato alle delibere concernenti particolari argomenti (ad esempio, esclusivamente l'approvazione del bilancio), o anche con diritto di voto condizionato al verificarsi di determinati eventi

altri scenari di controllo. Quest'ultimo risultato può nascere da una tipologia di problema di free riding in cui l'impresa acquirente ottiene un vantaggio maggiore quando l'impresa acquisita fissa un prezzo più alto poiché paga meno per esercitare il controllo. In altre parole, un prezzo maggiore dell'impresa controllata porta a maggiori vendite per l'impresa controllante anche se quest'ultima non ha sborsato il costo dell'intera quota di maggioranza. Al limite, si può immaginare che se l'impresa acquirente ottenesse il controllo totale tramite un interesse finanziario minuscolo, questo problema del free-rider potrebbe persino portare a chiudere l'impresa acquisita. Per questo motivo, le società possono avere l'incentivo a scegliere una struttura di governance che impedisca il controllo totale.

Restano da descrivere gli scenari di controllo parziale, i quali ovviamente portano a incentivi più competitivi rispetto al controllo totale. Si tratta di strutture in cui l'impresa acquirente può influenzare le decisioni dell'impresa acquisita ma non controllarla totalmente. In questi scenari di controllo parziale, i decisori dell'impresa acquisita tengono conto del fatto che alcuni dei suoi azionisti detengono interessi finanziari in imprese concorrenti. L'influenza esercitata da questi azionisti può anche essere limitata dallo statuto aziendale, dal diritto societario, dalle borse e dall'antitrust. Poiché non esiste un modo univoco per racchiudere tutti gli scenari del controllo parziale, sono state analizzati dagli autori diverse tipologie di partial ownership:

- **obbligazione fiduciaria:** si riferisce a uno scenario in cui il controllo esercitato dall'impresa acquirente è vincolato da norme e regole. Questi vincoli possono essere incorporati nello statuto aziendale o possono essere richiesti dalla borsa pubblica su cui le azioni vengono negoziate. Possono anche derivare dal diritto societario o dal diritto antitrust. In ogni caso, nel prendere decisioni che riguardano l'impresa acquisita, il Consiglio di amministrazione dell'impresa acquisita è costretto a ignorare l'impatto delle sue azioni sull'impresa acquirente, anche se l'impresa acquirente ha un grande interesse finanziario. Al contrario, il Consiglio dell'impresa acquirente deve considerare l'azienda acquisita come un'entità indipendente e autonoma. Pertanto, la variazione di incentivi competitivi è equivalente a quella della struttura degli interessi finanziari silenziosi;
- **controllo congiunto coasiano (di Coase):** in questa struttura, i manager dell'impresa acquirente cercano di massimizzare i profitti congiunti delle due imprese. I dirigenti dell'azienda acquisita agiscono allo stesso modo, allineandosi agli obiettivi dell'acquirente. In questo modo, prendono le stesse decisioni che prenderebbero se fossero effettivamente

fuse. Il nome deriva dal fatto che questo scenario soddisfa i principi del teorema di Coase in assenza di costi di transazione³⁴. Porta a incentivi competitivi sia per l'impresa acquisita che per quella acquirente equivalenti a quelli di una fusione completa;

- controllo proporzionale: Il controllo proporzionale si riferisce a uno scenario leggermente diverso in cui il Consiglio di amministrazione e i dirigenti dell'impresa acquirente tengono conto degli interessi dei loro azionisti. Anziché cercare di massimizzare i profitti congiunti, in questo caso tengono conto degli interessi degli azionisti in proporzione ai loro interessi finanziari nell'impresa acquisita;
- controllo unidirezionale: Il controllo unidirezionale fa riferimento a uno scenario in cui l'impresa acquirente ha abbastanza potere sull'impresa acquisita per costringere l'impresa acquisita a massimizzare i profitti congiunti. Tuttavia, questa massimizzazione congiunta del profitto si applica solo all'impresa acquisita. L'impresa acquirente continua quindi ad agire nel proprio interesse, prendendo decisioni che tengono in considerazione che ha esclusivamente una quota di proprietà parziale.

Va sottolineato che potrebbero esserci anche altri scenari rilevanti, ma gli autori si sono soffermati nelle strutture maggiormente diffuse di proprietà parziale. Gli incentivi nell'applicare prezzi più competitivi sorgono in caso di obbligazione fiduciaria. Questi incentivi sono identici a quelli dell'interesse finanziario silenzioso in cui l'impresa acquirente non ha alcun controllo sull'impresa acquisita. Invece, il meno competitivo degli scenari di partial ownership è il controllo congiunto di Coase, che replica una fusione completa. Il controllo proporzionale e il controllo unidirezionale portano a risultati intermedi.

L'MHHI può essere quindi considerato come una misura approssimativa degli incentivi competitivi negli scenari di proprietà parziale appena esaminati. La prima colonna della *Tabella 5* fornisce le formule per gli aumenti dell'indice MHHI (i "delta"). Questi ultimi sono determinati da un passaggio di proprietà parziale in cui l'impresa A ottiene un interesse finanziario nell'impresa B che le dà diritto a una frazione β dei profitti di B, tenendo in considerazione che le due imprese hanno quote di mercato rispettivamente di s_a e s_b prima dell'acquisizione.

³⁴ Il Teorema di Coase afferma che in assenza di costi di transazione, le parti negozieranno il risultato congiunto di massimizzazione della ricchezza, indipendentemente dall'allocazione dei diritti legali

MHHI Delta		
Struttura	Formula generale	Risultati esemplificativi
Fusione	$\Delta = 2s_a s_b$	400
Interesse finanziario silenzioso	$\Delta = \beta s_a s_b$	40
Controllo totale	$\Delta = \left(\beta + \frac{1}{\beta} \right) s_a s_b$	1040
Controllo unidirezionale	$\Delta = (1 + \beta) s_a s_b$	240
Controllo congiunto di Coase	$\Delta = 2s_a s_b$	400
Controllo proporzionale	$\Delta = \left(\beta + \frac{\beta}{((1 - \beta)^2 + \beta^2)} \right) s_a s_b$	99

Tabella 5: Formule MHHI Delta per ogni scenario

Fonte: *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, 67 Antitrust L.J. 559-614 (2000)

La tabella riflette l'analisi esposta in precedenza. Un maggiore interesse finanziario porta a una maggiore riduzione degli incentivi competitivi. Inoltre, l'effetto dell'operazione sulla competizione dipende in modo particolare dal tipo di controllo tra le imprese.

Come si può notare, il delta MHHI è il più basso per un interesse finanziario silenzioso perché l'acquisizione non ha alcun effetto sugli incentivi dell'impresa. Dall'altro lato, invece, il delta è maggiore per il caso del controllo totale, riflettendo l'effetto negativo del free-rider sugli incentivi. Fusione completa, controllo unidirezionale e controllo proporzionale si posizionano nel mezzo, come previsto nella descrizione teorica. Inoltre, quando l'impresa acquirente ha un interesse finanziario del 100% nell'impresa acquisita (cioè $\beta = 1$), tutti gli scenari, ad eccezione dell'interesse finanziario silenzioso, convergono al risultato della fusione.

Nella terza colonna della tabella sono riportati dei risultati a scopo esemplificativo. Da notare come gli effetti di incentivazione nel caso del controllo totale diventano più negativi quando la quota di interessi finanziari si riduce. Infatti, minore è l'interesse finanziario nell'impresa acquisita, maggiore

sarà il delta MHHI. Un interesse finanziario del 20 per cento porta a un delta MHHI di 1040, mentre una a quota di interessi finanziari del 50 per cento fa scendere il delta a 500,82.

Le formule per gli aumenti dell'MHHI nella tabella possono essere utilizzate per valutare gli effetti competitivi delle acquisizioni parziali in situazioni di common o cross ownership nello stesso modo in cui gli aumenti dell'HHI vengono utilizzati nell'analisi delle fusioni.

Naturalmente, i risultati ottenuti con l'MHHI, proprio come i calcoli con l'HHI, sono validi ma approssimativi in quanto presumono un mercato che non comporti la sostituzione di prodotti al di fuori dello stesso, barriere all'ingresso proibitive e nessun vantaggio in termini di efficienza. Un ulteriore problema è che ci sono circostanze in cui un aumento degli indici può essere associato a un aumento della produzione.

A questo punto, dopo aver descritto le tecniche di misurazione della common ownership, viene valutato se la concentrazione della proprietà comune abbia potere esplicativo per gli effetti unilaterali. Gli effetti unilaterali si riferiscono tipicamente a maggiorazioni di prezzo, o diminuzioni di qualità, varietà o innovazione, che le aziende possono implementare in modo redditizio a seguito di nuovi assetti proprietari, senza la necessità di coordinarsi con i competitor.

Come sottolineato nel capitolo precedente, diversi studi recenti hanno rilevato che la proprietà comune da parte degli investitori può provocare problemi di concorrenza. Tra questi, uno degli studi centrali della letteratura sulla proprietà comune è quello sui prezzi dei biglietti aerei³⁵, realizzato da José Azar, Martin C. Schmalz e Isabel Tecu nel 2017. In particolare, hanno analizzato il delta MHHI per ogni rotta utilizzando quattordici anni di dati panel trimestrali (dal 2001 al 2014). Il delta MHHI medio era di circa 1.400 all'inizio del periodo per poi aumentare a circa 2.500 nel 2014. Inoltre, nel 2009 è stato riscontrato un picco nel valore del delta coincidente con l'acquisizione di *Barclays Global Investors* da parte di *BlackRock*. Per mettere in risalto questi primi risultati, le Linee guida per le fusioni orizzontali del DOJ / FTC 2010 ritengono che, in mercati concentrati (con un HHI maggiore di 2.500), le fusioni che comportano cambiamenti nell'HHI di oltre 200 punti aumentino notevolmente il potere di mercato. Pertanto, nel settore del trasporto aereo il delta medio dell'MHHI (che viene sommato all'HHI standard) generato dalla proprietà comune nel 2014 implica

³⁵ *Anti-Competitive Effects of Common Ownership*, Jose Azar, Martin C. Schmalz, and Isabel Tecu, March 23, 2017, Public-Private Sector Research Center

aumenti della concentrazione che sono più di 10 volte superiori alla soglia del Dipartimento di Giustizia.

Dopo aver raccolto i dati settoriali, gli autori hanno impostato un modello econometrico al fine di valutare l'impatto della common ownership, misurato dal delta MHHI, nel settore.

Se i delta MHHI non dovessero cogliere gli effetti sopra citati, o se i meccanismi di corporate governance dovessero impedire completamente l'implementazione degli incentivi anticoncorrenziali, i test empirici dovrebbero confermare l'ipotesi nulla:

H0: la concentrazione della proprietà comune, misurata dal delta MHHI, non ha alcun effetto sui prezzi dei biglietti.

Se, d'altra parte, gli incentivi economici rilevati dalla misura dovessero impattare i risultati economici, dovrebbe trovare supporto l'ipotesi alternativa:

H1: La proprietà comune da parte di istituzioni diversificate, misurata dal delta MHHI, ha un effetto positivo sui prezzi dei biglietti.

Tramite regressioni econometriche, gli autori hanno rifiutato l'ipotesi nulla, riscontrando un effetto positivo e significativo del delta MHHI sulle tariffe medie. In particolare, risulta che i prezzi dei biglietti aerei sono più alti di una percentuale variabile dal 3% fino al 7% per effetto della proprietà comune, rispetto a uno scenario alternativo in cui le imprese agiscono in proprietà separata, o in cui le imprese ignorano completamente gli incentivi anticoncorrenziali dei loro proprietari. Tutti questi risultati suggeriscono, quindi, una perdita secca³⁶ elevata ai danni del consumatore.

2.3 Common Ownership nel tempo

Con l'obiettivo di comprendere a fondo l'espansione del fenomeno common ownership e per contestualizzare ulteriormente l'indice MHHI appena descritto, in questa sezione viene riportata una serie temporale di dati panel riferita ad un campione di imprese americane operanti in diversi settori economici.

³⁶ La perdita secca è la perdita di efficienza economica dovuta ad un equilibrio in un mercato di un bene o un servizio che non è un punto di ottimo

Il campione, ricavato nel già citato lavoro *Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives*, contiene dati annuali dal 1993 al 2013. Va sottolineato come, per definire i mercati e settori, gli autori si sono basati sui codici SIC forniti dal CRSP³⁷. La classificazione industriale standard (SIC) è un sistema per classificare le industrie tramite un codice a quattro cifre. Istituito negli Stati Uniti nel 1937, viene utilizzato dalle agenzie governative per classificare le aree industriali. Il sistema SIC è utilizzato anche da agenzie di altri paesi, come il Regno Unito. Per costruire gli indici HHI e MHHI a livello di settore sono state utilizzate le vendite di Compustat North America. Quest'ultimo è un database di informazioni di mercato su oltre 24.000 società pubbliche statunitensi e canadesi. Dato che la sintesi degli indici a livello aggregato nasconde le variazioni settoriali significative ai fini dell'analisi, non è stata volutamente riportata in questo elaborato. Tuttavia, vale la pena soffermarsi sulle informazioni riportate a livello del mercato del prodotto e della concentrazione proprietaria, separatamente per i diversi settori economici. Nella *Figura 7* vengono riportate le misure di MHHID (Delta MHHI) separatamente per settore del codice SIC. In generale, tuttavia, indipendentemente dal fatto che vengano utilizzate le classificazioni SIC o altre classificazioni³⁸, l'ipotesi che un settore corrisponda ad un mercato è una semplificazione teorica che non corrisponde a pieno alla realtà. In questo lavoro, è stato scelto di riportare esclusivamente quattro settori economici rappresentativi. La figura mostra che, negli ultimi due decenni, c'è stato un significativo aumento di MHHID per tutti i settori analizzati. In particolare, nel settore edile, manifatturiero, finanziario e dei servizi, il MHHID medio dell'industria è aumentato di oltre 600 punti HHI. Sebbene questo numero sia un limite inferiore a causa delle macro-definizioni di settore, è evidente come la concentrazione sia aumentata per effetto della proprietà comune. Anche in questo caso, l'aumento medio è ben al di sopra della soglia limite DOJ / FTC 2010 di 200 punti.

³⁷ The Center for Research in Security Prices, fornitore di dati storici sul mercato azionario. Il Centro fa parte della Booth School of Business dell'Università di Chicago.

³⁸ Come la North American Industry Classification System (NAICS code)

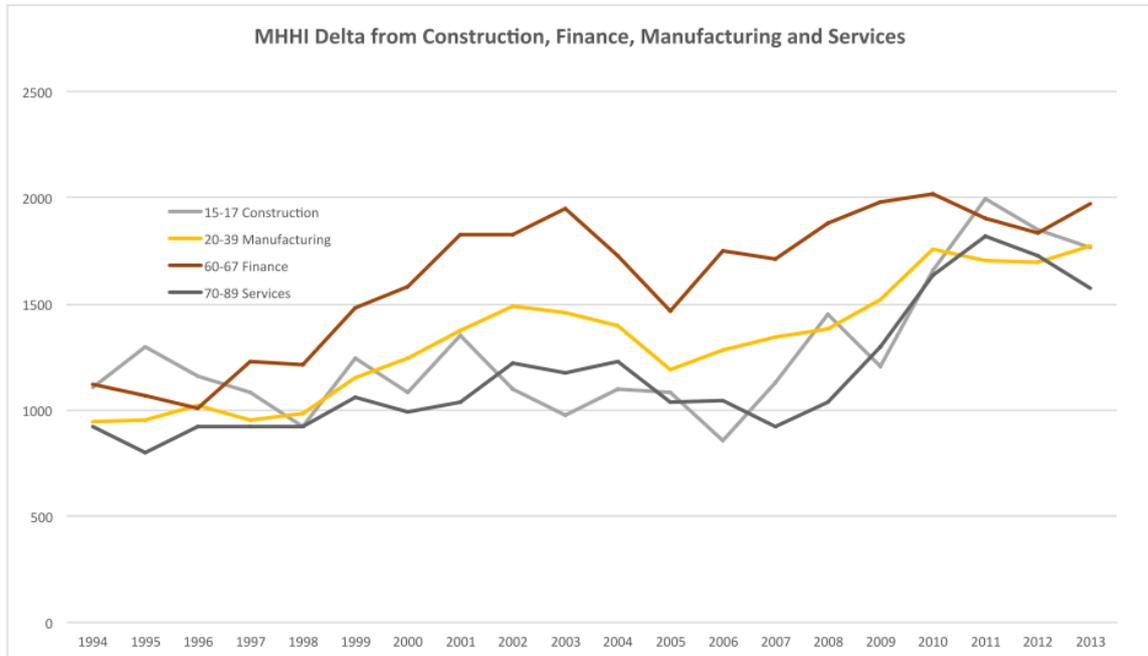


Figura 7: MHHID in diversi settori nel tempo

Analizzando più nel dettaglio i dati riportati nello studio, si può notare come questo aumento della concentrazione dettato dalle partecipazioni di minoranza, in realtà, non sia assolutamente correlato con la concentrazione nel mercato del prodotto. In effetti, l'indice HHI a livello di settore resta relativamente costante con il trascorrere degli anni. A titolo illustrativo, vengono mostrate in *Figura 8* ed in *Figura 9*, le serie storiche degli indici HHI e MHHID, rispettivamente per il settore manifatturiero e finanziario. Le figure sottolineano ulteriormente come la concentrazione della proprietà comune MHHID può aggiungere una quantità significativa alle misure standard della concentrazione industriale HHI. Alla fine del periodo storico analizzato, nel 2013, l'MHHI è superiore di oltre 1900 punti all'HHI nel settore finanziario e di oltre 1500 punti nel settore manifatturiero.

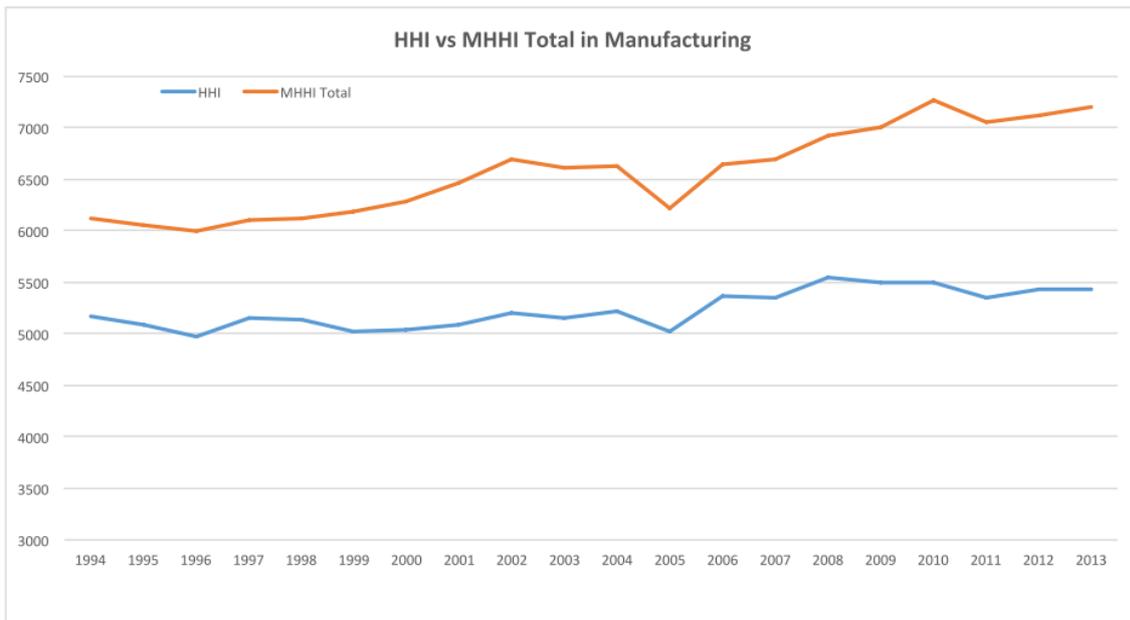


Figura 8: HHI versus MHHI nel settore manifatturiero nel tempo

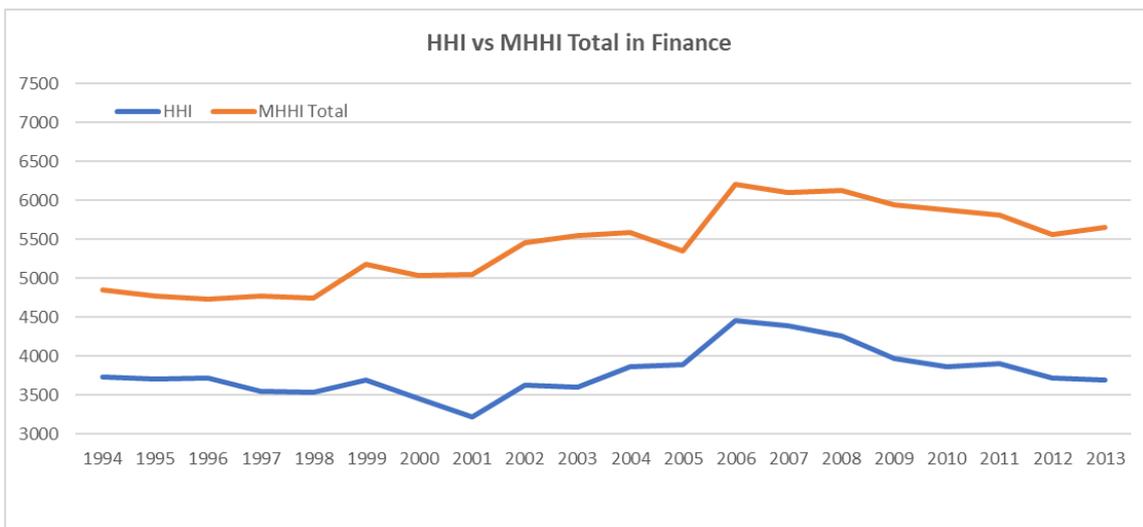


Figura 9: HHI versus MHHI nel settore finanziario nel tempo

2.4 Il Price Pressure Index

Tutte le ricerche esposte in questo lavoro hanno delle implicazioni politiche ed economiche rilevanti, come le connessioni meno che ovvie tra piccoli interessi di minoranza ed effetti anticoncorrenziali. È quindi di fondamentale importanza valutare bene le conclusioni a cui gli autori sono giunti prima di trarre conclusioni affrettate. Occorre essere certi dei risultati ed analizzare la validità dei test empirici che cercano di spiegare gli effetti della proprietà comune. Inoltre, i risultati empirici e la loro interpretazione devono essere il più possibile coerenti con il comportamento reale ed osservabile delle imprese e degli attori coinvolti nei modelli.

Allo stesso tempo, è doveroso riportare come alcuni dei documenti citati nell'analisi (e.g. il paper sulle compagnie aeree) hanno subito delle critiche in quanto non soddisfano alcuni criteri fondamentali. Va comunque sottolineato che le ricerche sulla common ownership sono ancora in una fase iniziale, pertanto la maggior parte delle conclusioni sugli effetti sono da considerarsi premature. Gli articoli su questa letteratura sono interessanti e degni di attenzione, ma non sufficientemente conclusivi da giustificare il tipo di proposte politiche e cambiamenti che sono emersi o che sono stati richiesti. Una delle critiche chiave è stata mossa contro l'uso dell'MHHI. In particolare, è emerso che nessuna delle due componenti dell'indice è in grado di stabilire con precisione gli effetti causali nei risultati competitivi, come i prezzi più elevati. In effetti, anche lo stesso O'Brien, che ha ideato con Salop il modello MHHI, è in prima linea tra i critici dell'utilizzo di MHHI come mezzo valutativo dei possibili effetti competitivi della proprietà comune. In altre parole, la relazione esistente tra prezzo e componenti dell'MHHI in realtà non misura gli effetti della proprietà comune sul prezzo. Gli stessi fautori della critica hanno anche sottolineato come l'MHHI sia una misura endogena poiché dipende dal mercato azionario, influenzato a sua volta dagli stessi fattori sottostanti alla determinazione dei prezzi. Anche le quote di mercato delle imprese dipendono dagli stessi fattori sottostanti che guidano i prezzi, come le quantità di output. Sussiste dunque il pericolo che i fattori influenzanti i prezzi siano anche legati alle quote di mercato (o alle quote degli investitori) e che siano stati omessi come variabili esplicative del modello econometrico. L'omissione di variabili esplicative potrebbe dare luogo ad un'apparente correlazione tra prezzo e MHHI, quando in realtà la proprietà comune non ha alcun effetto sul prezzo. In effetti, a sostegno di queste critiche, altri studi si sono opposti alle idee degli autori citati in precedenza ed hanno scoperto che la proprietà comune non ha alcun effetto sui prezzi. Ad esempio, Gramlich e Grundl

nel loro *Estimating the Competitive Effects of Common Ownership*³⁹ oltre a sottolineare i problemi endogeni delle quote di mercato, hanno esaminato gli effetti della proprietà comune nel settore bancario e hanno rilevato che gli effetti stimati della proprietà comune sui prezzi e sulle quantità sono piuttosto limitati. Dennis, Gerardi e Schenone nello studio *Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry*⁴⁰ hanno cercato di replicare i risultati dell'*Airlines Paper* ma non hanno trovato prove di una relazione significativa tra proprietà comune e prezzi dei biglietti. Anche Kennedy e O'Brien hanno supportato quest'ultima ipotesi nel paper *The Competitive Effects of Common Ownership: Economic Foundations and Empirical Evidence*⁴¹. In effetti, anche riadattando il modello di base, non hanno trovato prove che la proprietà comune aumenti i prezzi delle compagnie aeree. Wang e altri nel documento *Common Ownership and Industry Profitability: A Crossindustry View* hanno esaminato la relazione tra proprietà comune e redditività in più settori utilizzando un panel di circa 3.000 aziende statunitensi in circa 200 settori per un periodo di 21 anni. Anche in questo caso, non hanno riscontrato prove conclusive che la proprietà comune sia associata ai margini di profitto a livello di settore. In ogni caso, sebbene i problemi di endogeneità siano risolvibili abbastanza facilmente, O'Brien e Waehrer sostengono comunque che la teoria della proprietà parziale non prevede prezzi o profitti maggiori.

Sebbene i pareri degli economisti siano in contrasto tra loro, l'antitrust di recente ha comunque focalizzato maggiormente l'attenzione sull'analisi degli effetti citati.

In quest'ultima sezione del capitolo, viene analizzato un ulteriore indice capace di misurare gli effetti anti-competitivi indotti dalla proprietà comune o incrociata, il Price Pressure Index (PPI). Oltre che per completezza di descrizione, l'indice viene proposto per l'importanza attribuitagli dagli economisti antitrust nelle loro valutazioni. In aggiunta, questo indice è in grado di superare molte delle limitazioni del Modified Herfindahl-Hirschman Index esposte in precedenza.

Il punto di partenza è sempre un modello oligopolistico, tuttavia in questo caso viene seguito il modello di Bertrand⁴² in cui un'impresa j produce esclusivamente il prodotto j .

³⁹ Jacob Gramlich, Serafin Grundl, *Estimating the Competitive Effects of Common Ownership*, FEDS Working Paper No. 2017-029, April 21, 2017

⁴⁰ Patrick J. Dennis, Kristopher Gerardi, Carola Schenone, *Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry*, June 25, 2020

⁴¹ Pauline Kennedy, Daniel P. O'Brien, Minjae Song, Keith Waehrer, *The Competitive Effects of Common Ownership: Economic Foundations and Empirical Evidence*, July 24, 2017

⁴² Nel modello di Bertrand le imprese adottano una strategia di concorrenza tramite la variazione del prezzo di vendita. Ogni impresa fissa il prezzo di vendita in modo strategico, tenendo conto del prezzo di vendita deciso dall'altra impresa

Considerando altre variabili, il PPI non genera un'unica stima della variazione degli incentivi come nel caso dell'HHI o del MHHI, ma genera un indice per ogni impresa.

Il nome dell'indice riporta immediatamente allo scopo principale per il quale viene utilizzato: misurare la variazione della pressione economica che spinge a modificare i prezzi a seguito di un cambiamento negli assetti proprietari. Per questo motivo è equivalente dire PPI o delta PPI. Maggiore è il valore suggerito dal delta PPI, maggiore sarà l'aumento previsto del prezzo a seguito dell'acquisizione, a parità di altre condizioni. Sebbene il PPI possa essere esteso considerando altre variabili, in questo lavoro viene posta l'attenzione sugli effetti di incentivazione diretti dell'interesse finanziario, mantenendo costanti i prezzi di tutte le imprese rivali. Passiamo adesso alla derivazione formale dei delta PPI per ciascuno degli scenari di controllo aziendale analizzati in occasione del MHHI.

Le formule per i delta PPI sono ovviamente causate da una transazione di proprietà parziale in cui l'impresa A ottiene un interesse finanziario nell'impresa B che le dà diritto a una frazione β dei profitti dell'impresa B. In questo modello, a differenza dei precedenti, viene considerata anche la frazione di vendite perse dall'impresa A che sono deviate all'impresa B, indicata con δ .

Il punto di partenza per ricavare la formula, invece, è lo stesso del MHHI. Il PPI deriva infatti dal calcolo della massimizzazione del profitto del manager j :

$$\pi_j = \max_{P_j} \sum_i \gamma_{ij} \pi^i = \max_{P_j} \sum_i \gamma_{ij} \sum_k \beta_{ik} \pi_k = \max_{P_j} \sum_i \gamma_{ij} \sum_k \beta_{ik} [P_k D_k - C_k(D_k)]$$

La differenza rispetto al caso precedente è la scomposizione del profitto aziendale nelle sue componenti. Come si può notare, il profitto viene scomposto in funzione della domanda D_k , coerentemente con il modello di Bertrand.

Escludendo dalla sommatoria il prodotto dell'impresa j da tutti gli altri prodotti, la condizione del primo ordine risulta essere:

$$\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij} \left[D_j + (P_j - C'_j) \frac{\partial D_j}{\partial P_j} \right] + \sum_{k \neq j} \sum_i \gamma_{ij} \beta_{ik} (P_k - C'_k) \frac{\partial D_k}{\partial P_j} = 0$$

Inoltre, ricavando P_j dall'equazione, si ottiene:

$$P_j = \frac{-D_j}{\frac{\partial D_j}{\partial P_j}} + C'_j + \sum_{k \neq j} \frac{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij}} \delta_{kj} (P_k - C'_k)$$

Dove $\delta_{kj} = -\frac{\frac{\partial D_k}{\partial P_j}}{\frac{\partial D_j}{\partial P_j}}$ è il rapporto di deviazione dal prodotto j al prodotto k .

Infine, dividendo tutti i termini per il costo marginale C'_j ed isolando esclusivamente l'ultimo termine dell'equazione, si ottiene la formula utilizzata dall'Antitrust per valutare la pressione sui prezzi esercitata dalla proprietà parziale sull'impresa j .

$$\Delta PPI_j = \sum_{k \neq j} \frac{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij}} \frac{\delta_{kj} (P_k - C'_k)}{C'_j}$$

Le formule MHHI e PPI hanno sicuramente alcune somiglianze, ma a differenza dell'analisi MHHI esiste un delta separato per ciascuna impresa. Inoltre, il delta PPI dipende dai margini ottenuti dalle imprese rispetto al costo marginale e dai rapporti di deviazione (δ_{kj}), piuttosto che dalle sole quote di mercato. La pressione ad aumentare il prezzo a seguito della fusione è strettamente correlata al costo opportunità dell'aumento del prezzo, che a sua volta dipenderà dai margini e dai rapporti di deviazione. In particolare, maggiore è il margine dell'impresa B, maggiore è il profitto recuperato dall'impresa A sulle vendite dirottate all'impresa B, e quindi minore risulterà il costo opportunità per l'impresa A in seguito all'aumento di prezzo. Allo stesso modo, maggiore è il rapporto di deviazione (δ_{BA}) dall'impresa A all'impresa B, maggiore è il profitto recuperato dall'impresa A sulle

vendite dirottate all'impresa B e minore sarà il costo opportunità per l'impresa A in seguito dell'aumento del prezzo. Riassumendo, a parità di altre condizioni, l'incentivo per l'impresa A ad aumentare il prezzo dopo la fusione è maggiore quanto più è alto il margine dell'impresa B e quanto più è alto il rapporto di deviazione dall'impresa A all'impresa B. Gli incentivi dell'impresa B sono ovviamente speculari a quelli dell'impresa A. Nella *Tabella 6* vengono riportate le formulazioni dei delta PPI per i diversi scenari di controllo presi in considerazione in questo capitolo.

Delta PPI		
Struttura	Δ PPI per l'impresa A	Δ PPI per l'impresa B
Fusione	$\delta_{BA} \frac{(P_B - C_B)}{C_A}$	$\delta_{AB} \frac{(P_A - C_A)}{C_B}$
Interesse finanziario silenzioso	$\beta \delta_{BA} \frac{(P_B - C_B)}{C_A}$	0
Controllo totale	$\beta \delta_{BA} \frac{(P_B - C_B)}{C_A}$	$\frac{1}{\beta} \delta_{AB} \frac{(P_A - C_A)}{C_B}$
Controllo unidirezionale	$\beta \delta_{BA} \frac{(P_B - C_B)}{C_A}$	$\delta_{AB} \frac{(P_A - C_A)}{C_B}$
Controllo congiunto di Coase	$\delta_{BA} \frac{(P_B - C_B)}{C_A}$	$\delta_{AB} \frac{(P_A - C_A)}{C_B}$
Controllo proporzionale	$\beta \delta_{BA} \frac{(P_B - C_B)}{C_A}$	$\left[\frac{\beta}{((1 - \beta)^2 + \beta^2)} \right] \delta_{AB} \frac{(P_A - C_A)}{C_B}$

Tabella 6: Formule Delta PPI per ogni scenario

Fonte: *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, 67 *Antitrust L.J.* 559-614 (2000)

TERZO CAPITOLO

Fusioni e acquisizioni con Common Ownership

3.1 La proprietà comune entra nelle decisioni della Commissione Europea

In questa sezione si vuole continuare a descrivere il fenomeno della proprietà comune mostrando se ci siano o meno degli impatti nell'ampio contesto delle mergers and acquisition (M&A), facendo riferimento in particolare a due eventi di fusione avvenuti negli ultimi anni. Nel contesto aziendale, le M&A sono operazioni in cui la proprietà di una società (o esclusivamente di alcune unità operative) viene trasferita ad un'altra impresa. Quando un'impresa offerente acquisisce un'azienda target, i diritti di controllo⁴³ sull'azienda target vengono trasferiti al consiglio di amministrazione della società acquirente. Possono di conseguenza consentire alle imprese di espandersi e di acquisire vantaggio competitivo. Le operazioni di fusione e di acquisizione possono essere di tipologia variabile a seconda della relazione esistente tra le imprese coinvolte e del settore in cui operano, in particolare:

1. fusioni orizzontali: si verificano quando le due imprese competono nello stesso settore. In questo contesto, l'acquirente riduce la pressione competitiva a cui era sottoposta ed aumenta ovviamente la propria quota di mercato;
2. fusioni verticali: riguardano società impegnate in diversi livelli di una stessa filiera produttiva. La forma più comune si ha quando un'impresa acquisisce il proprio fornitore, in questo caso, il fine ultimo può essere quello di assicurarsi la qualità dei prodotti in input e di ridurre i costi non ricorrendo al mercato;
3. fusioni conglomerate: coinvolgono aziende operanti in settori completamente diversi e sono strategicamente utili nel caso di un processo di diversificazione dell'azienda acquirente.

Il punto che accomuna tutte le forme di M&A appena descritte è l'obiettivo finale, il rafforzamento della posizione aziendale tramite il controllo sulle attività economiche dell'azienda target.

⁴³ Come definito da Fama e Jensen, il controllo aziendale è l'insieme dei diritti sulla gestione delle risorse aziendali, ovvero i diritti di assumere, licenziare e fissare la retribuzione dei dirigenti di alto livello

Il dibattito sulla proprietà comune è nato, come già discusso, da studi accademici, ma ha riscontrato subito notevole interesse fino ad attirare l'attenzione delle autorità garanti della concorrenza, dei media, dei consumatori e degli altri soggetti interessati. Nel febbraio 2018, Margrethe Vestager, il Commissario europeo della concorrenza, ha affermato che stanno esaminando "attentamente" fino a che punto la proprietà comune possa impattare sul mercato. In particolare, la Commissione Europea ha per la prima volta tenuto conto del fenomeno common ownership nella valutazione di due casi rilevanti di fusione orizzontale tra aziende internazionali: Dow / DuPont (2017) e Bayer / Monsanto (2018). Carles Esteve Mosso, vicedirettore generale per le fusioni della Commissione europea, ha osservato che il caso Dow / DuPont è stato il primo in cui la proprietà comune faceva parte dell'analisi e delle valutazioni della Commissione. Ha spiegato che nell'industria agrochimica la common ownership è stata considerata un elemento "di contesto" per valutare qualsiasi ostacolo al mercato dei prodotti. In effetti, nell'industria agrochimica era presente una proprietà comune significativa: 17 azionisti comuni detenevano collettivamente circa il 20% di BASF, Bayer e Syngenta e circa il 30% di Dow, Dupont e Monsanto.

Tuttavia, il vicedirettore generale ha proseguito affermando che, allo stato attuale, non è possibile giungere a conclusioni definitive. Infatti, nonostante il suo notevole impatto accademico, vale la pena ricordare che la teoria della proprietà comune rimane per il momento una teoria e che le ipotesi sui possibili effetti anticoncorrenziali della proprietà comune sugli incentivi manageriali non provano che tali effetti si verifichino effettivamente in tutte le situazioni reali. Proprio per questo motivo, la Commissione europea ha approvato ai sensi del regolamento sulle concentrazioni dell'UE entrambe le proposte di fusioni tra le società. Le approvazioni sono comunque subordinate alla cessione di parti importanti dei business delle imprese acquirenti. In entrambi i casi, considerando il livello elevato di proprietà comune, sono stati richiesti disinvestimenti per poter procedere con le operazioni di fusione.

La CE ha basato la decisione sulla letteratura economica pubblicata, prendendo in considerazione principalmente gli impatti degli azionisti comuni sui prezzi. In ogni caso, dato che il dibattito è in continua evoluzione e che sono disponibili nuovi articoli accademici rispetto al 2017, ci si auspica una revisione dei casi di fusione da parte della Commissione ed un'apertura maggiore a questo fenomeno. Ed in effetti, come dichiarato dal vicedirettore generale, è molto probabile che le autorità garanti della concorrenza monitoreranno da vicino qualsiasi nuova ricerca o risultato sull'argomento, soprattutto se gli investitori istituzionali continueranno ad avere un'influenza

notevole sulla governance delle società, anche nei casi in cui detengono solo una quota di minoranza. Sembra improbabile quindi che i casi citati siano stati solo un'eccezione e ci si aspetta che la proprietà comune diventi una variabile chiave nelle analisi delle fusioni future.

Tuttavia, va sottolineato come possa essere difficoltoso analizzare nel complesso tali comportamenti ed i relativi effetti. Per analizzare la proprietà comune in ogni particolare scenario occorrerà esaminare come gli investitori in questione esercitino la loro influenza e cosa ciò comporti per la concorrenza. L'analisi dovrebbe considerare anche la misura delle partecipazioni in più società dello stesso settore e ciò potrebbe richiedere molto tempo per elaborare una risposta da parte della Commissione.

Focalizzando l'attenzione nei casi di fusioni riportati, la CE ha riconosciuto molti degli effetti descritti in questo lavoro, in particolare:

- In un mercato dove è presente una significativa proprietà comune, gli indicatori utilizzati normalmente come le quote di mercato o l'indice HHI sono inadeguati in quanto sottostimano la concentrazione della struttura e il potere di mercato delle parti poiché si basano sul presupposto che le imprese siano completamente indipendenti l'una dall'altra;
- La CE, considerando le teorie secondo le quali gli investitori passivi hanno un'influenza considerevole sulle società in portafoglio, ha posto l'attenzione proprio su questi ultimi (come Vanguard, Blackrock, Capital Research o FMR). Dopo aver esaminato un numero elevato di documenti delle aziende coinvolte nelle fusioni, ha sottolineato tuttavia come non ci sia alcuna "prova concreta" che possa confermare l'influenza ed il conseguente vantaggio competitivo ai danni del consumatore. In entrambi i casi di fusione presi in analisi il numero di documenti analizzati dalla CE è stato elevatissimo (più di 2 milioni di documenti analizzati), ma non sono bastati per confermare che i grandi azionisti abbiano influenzato effettivamente la governance.
- La Commissione ha anche confermato come i grandi azionisti comuni (in modo particolare quelli di tipologia "passiva") abbiano incentivi completamente diversi rispetto ai singoli azionisti. In sostanza, viene confermata la teoria già citata dell'incentivo a massimizzare i profitti del portafoglio azionario totale dell'investitore con conseguente possibile riduzione della concorrenza tra imprese.

Viene anche sottolineato un aspetto nuovo non ancora analizzato in questo lavoro: gli effetti anti-competitivi che portano ad aumenti dei prezzi possono essere un'arma a doppio taglio per i

detentori istituzionali di azioni, in quanto questi ultimi potrebbero avere anche delle ripercussioni indirette. In poche parole, aumenti dei prezzi nel settore potrebbero avere un impatto su altre imprese come, ad esempio, sui fornitori in cui l'investitore può detenere altre azioni. La CE infine collega la teoria della concorrenza ridotta sui prezzi al livello di innovazione nel settore. In particolare, l'idea è quella di trovare una correlazione diretta tra proprietà comune e costi in ricerca e sviluppo. In effetti, aumentando gli sforzi di ricerca e sviluppo un'impresa aumenta le spese correnti ed inevitabilmente riduce i profitti nel breve periodo. Oltre a questo, gli investimenti in ReS hanno come benefico auspicabile per il futuro la riduzione dei costi di produzione, che può a sua volta tradursi in prezzi minori e una competizione più aggressiva. Secondo la CE, ciò significa che ci sarà un impatto oltre che sui profitti attuali anche sui profitti futuri dei competitor. Inevitabilmente questo comportamento impatta sul portafoglio di azionisti che detengono posizioni nell'azienda e nei concorrenti, rendendo l'innovazione molto meno attraente per gli stessi. La Commissione tuttavia giunge a questa conclusione teorica senza validarla e senza fornire prove economiche rilevanti.

In conclusione, considerando quanto detto in precedenza, sarà inevitabilmente più difficile in futuro convincere la CE che le operazioni di M&A non sollevino problemi di concorrenza. Dopo questi due "precedenti" rilevanti, le imprese che in futuro decideranno di fondersi dovranno aspettarsi sicuramente un controllo maggiore del livello di proprietà comune.

3.2 Impatti della proprietà comune nelle operazioni di M&A

Lo scopo di questo lavoro è contestualizzare la teoria della proprietà comune all'interno di un'ampia gamma di scenari di governo societario. In aggiunta alle implicazioni già esposte, in questa sezione si riportano ulteriori studi che analizzano l'impatto common ownership sulle fusioni e acquisizioni.

L'osservazione empirica degli effetti delle partecipazioni di minoranza sulle attività interaziendali è estremamente difficile perché la maggior parte di queste attività non vengono rese note. Gli economisti non possono quindi osservare direttamente le dinamiche tra le imprese in molte circostanze come la concorrenza sul mercato dei prodotti. Pertanto, devono fare affidamento su prove indirette già citate in precedenza, come il prezzo del prodotto o gli indici di concentrazione. Inoltre, gli errori dovuti a variabili endogene sono una sfida per l'intera letteratura sulla proprietà comune. Risulta per questo motivo molto difficile separare l'impatto degli investitori istituzionali dalla miriade di altri fattori che potrebbero aver causato gli stessi risultati. Questo problema non si pone, o per lo meno non è così decisivo, nel caso delle operazioni di fusione e acquisizione. Le offerte non possono essere nascoste e forniscono prove dirette ed inequivocabili delle intenzioni delle imprese e danno un'informazione reale del mutamento del contesto competitivo. Gli eventi M&A, quindi, sembrano essere degli scenari perfetti per testare l'effetto delle partecipazioni comuni ed incrociate sulla strategia aziendale poiché rappresentano eventi verificabili.

Le fusioni e le acquisizioni sono sicuramente delle importanti decisioni aziendali capaci di modificare in modo sostanziale gli equilibri concorrenziali dei mercati e per questo, come abbiamo già visto, sono spesso sotto la lente di ingrandimento degli enti regolatori. In questa sezione verranno prese in considerazione le fusioni orizzontali, capaci di ridurre la pressione competitiva e di aumentare le quote di mercato delle imprese. Per questo motivo, su queste operazioni è ragionevole pensare che gli investitori istituzionali prestino molta attenzione e che abbiano notevole interesse ad esercitare su di esse la propria influenza.

L'incentivo a fare in modo che le società di portafoglio riducano la rivalità l'una contro l'altra e promuovano il coordinamento può essere ottenuto in due modi:

- implicitamente: tramite contratti insensibili alla prestazione con incentivi piatti o deboli per i manager come già descritto nel capitolo precedente;
- esplicitamente: tramite joint venture, alleanze strategiche o acquisizioni tra le imprese nel mercato.

La presenza di investitori comuni tra aziende operanti all'interno di un mercato suggerisce come questo possa facilitare forme esplicite di collaborazione. Nel complesso, le evidenze empiriche riscontrate in letteratura indicano che la proprietà comune o incrociata da parte di blockholders istituzionali offra incentivi maggiori al verificarsi di forme di collaborazione⁴⁴.

Nel 2016 è stato dimostrato da Brooks, Chen e Zeng che in un'operazione di M&A, c'è una probabilità molto alta che i blockholder abbiano i piedi su entrambi i lati dell'accordo, detenendo azioni nell'acquirente e nell'obiettivo⁴⁵. Nel campione preso in analisi dagli autori contenente 2.604 fusioni tra aziende pubbliche statunitensi nel periodo 1984-2014, viene dimostrato innanzitutto che la presenza di proprietari istituzionali comuni tra due imprese aumenta la loro probabilità di fondersi. Inoltre, nelle operazioni di M&A, in media il 18% delle azioni dell'acquirente è detenuto da proprietari istituzionali anche dell'impresa oggetto di acquisizione. Allo stesso modo, il 21% delle azioni "obiettivo" sono detenute da proprietari istituzionali dell'acquirente. Inoltre, sempre nello stesso studio, viene riconosciuta ai common owner istituzionali la capacità di ridurre l'asimmetria informativa e di conseguenza i costi di contrattazione che normalmente sorgerebbero tra parti del tutto indipendenti. Rispetto agli investitori separati, infatti, hanno maggiori informazioni sulla qualità delle operazioni, minori costi di raccolta delle stesse e migliori incentivi per monitorare le operazioni di M&A poiché hanno quote rilevanti in entrambe le imprese interessate. Pertanto, anche in questo caso viene ribadito come la struttura di incentivi sia differente portando le imprese a compiere scelte diverse dal solito.

Tuttavia, come già notato in precedenza, spesso accade che le teorie riguardanti la proprietà incrociata o comune siano ampiamente criticate. Anche in questo caso le ipotesi contrastanti, che mettono alla luce possibili difetti nelle teorie sono molte. Un'ipotesi alternativa è che la presenza di blockholder comuni tra le imprese in un'operazione di M&A siano dovute esclusivamente all'ascesa degli investitori istituzionali e alla crescita esponenziale dei fondi indicizzati o quasi-indicizzati e che non abbia quindi un ruolo determinante nelle strategie di acquisizione. Conducendo un'analisi a livello di quota, viene riscontrato che le partecipazioni sono troppo piccole per essere importanti

⁴⁴ *Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings*, Jie (Jack) He, Jiekun Huang, *The Review of Financial Studies*, Volume 30, Issue 8, August 2017

⁴⁵ *Institutional Cross-ownership and Corporate Strategy: The Case of Mergers and Acquisitions*, Chris Brooks, Zhong Chen, Yeqin Zeng, University of Reading, May 7, 2016

nella maggior parte delle acquisizioni⁴⁶. Sotto questo punto di vista, la proprietà comune istituzionale non dovrebbe avere alcun effetto sui risultati delle operazioni di M&A.

In particolare, in questo lavoro viene riportato un modello del 2019 che cerca di trovare una relazione tra la proprietà comune e la concorrenza nel mercato delle acquisizioni. Nonostante l'importanza e il potenziale impatto di queste operazioni, in letteratura non si trovano molti studi che analizzano questo collegamento, ma tra questi il più interessante e completo è sicuramente quello di Irani, Yang e Zhang. Questi ultimi con il paper *Common Ownership and Competition in Mergers and Acquisitions* esplorano da un nuovo punto di vista l'argomento delle M&A tenendo in considerazione gli interessi degli investitori comuni. Utilizzando un campione contenente un numero elevato di offerte di acquisizione avvenute durante gli anni che vanno dal 1980 fino al 2017, gli autori hanno riscontrato che la proprietà comune dei blockholder riduce la concorrenza tra i potenziali acquirenti di un'impresa obiettivo. Nel modello, si ha un'azienda che ha intenzione di acquisire un'impresa obiettivo (o target). In questo contesto, la proprietà comune tra l'azienda acquirente e altri potenziali acquirenti concorrenti è associata negativamente alla probabilità che l'azienda target riceva un'offerta di acquisizione dalle altre imprese competitor, ovviamente solo se queste ultime sono di proprietà dello stesso investitore istituzionale (dell'acquirente). I risultati del modello econometrico risultano essere robusti e significativi, in quanto vengono considerate diverse classificazioni settoriali e misure alternative di common ownership. La probabilità che un'offerta di acquisizione dell'azienda obiettivo venga da un competitor scende considerevolmente dal 2,5%, quando la proprietà è completamente separata, all'1,3%, quando l'acquirente e i potenziali concorrenti hanno almeno un blockholder comune. Vengono quindi confermate le ipotesi di molti studiosi come He e Huang⁴⁷, i quali riconoscono che le operazioni di MeA sono strettamente correlate alla proprietà comune.

I risultati appena riportati suggeriscono quindi che la proprietà comune riduce la concorrenza nel mercato delle acquisizioni. Considerando lo stretto legame tra gli eventi, ci si aspetta anche che la proprietà comune aumenti anche la probabilità che l'operazione avvenga con successo a causa della minore concorrenza. In effetti, se la proprietà comune riduce la probabilità di una gara tra possibili

⁴⁶ *Institutional cross-holdings and their effect on acquisition decisions*, Jarrad Harforda, Dirk Jenterb, Kai Li, Journal of Financial Economics, 2011

⁴⁷ *Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings*

acquirenti, allo stesso modo è ragionevole affermare che aumenta anche la probabilità di completamento dell'operazione.

La maggior parte degli investitori al dettaglio non solo ha un numero ridotto di azioni, ma in genere detiene quote esclusivamente in singole aziende. Pertanto, quando decidono se sostenere un'acquisizione proposta dai senior manager dell'azienda, è probabile che lo facciano basandosi solo sull'effetto nell'impresa posseduta. Lo stesso non è necessariamente vero per gli investitori istituzionali, coerentemente con le dinamiche già analizzate che incidono sulla concorrenza. Soffermando l'attenzione sugli studi in merito alle fusioni ed acquisizione, è facile intuire come le dinamiche in gioco siano particolari ed a volte controintuitive. In effetti, anche solo un annuncio o una semplice ipotesi di fusione può stravolgere i prezzi delle azioni sia delle imprese coinvolte, ma anche di quelle estranee all'operazione. Uno degli effetti più interessanti è che i rendimenti medi per gli azionisti delle imprese che promuovono l'offerta sono spesso negativi, ed al contrario i rendimenti medi per gli azionisti delle imprese target sono in genere molto positivi. Le acquisizioni sono eventi importanti ma, per questo motivo, sono spesso visti come una pura distruzione di valore. Jensen e Ruback nel 1983⁴⁸, tramite numerose evidenze empiriche hanno dimostrato come gli azionisti delle società target realizzino rendimenti positivi e anormali nelle acquisizioni, mentre le imprese che fanno le offerte mostrano rendimenti negativi o nulli. Le spiegazioni plausibili dei rendimenti negativi all'annuncio per gli acquirenti possono essere diverse. Ad esempio, l'eccessiva fiducia dei loro manager: CEO troppo sicuri di sé sovrastimano la loro capacità di generare rendimenti. Di conseguenza, pagano più del dovuto per le società target e intraprendono fusioni che distruggono il valore. Ma anche la volontà dei manager di ampliare a tutti i costi il prestigio ed il potere aziendale potrebbe far propendere per scelte forzate che possono generare rendimenti negativi. Questi risultati suggeriscono come siano principalmente gli obiettivi manageriali a guidare acquisizioni distruttive di valore⁴⁹.

In questi studi, tuttavia, non viene fornita una spiegazione sul perché gli azionisti delle stesse società acquirenti rimangano in gran parte inattivi e non tentino di bloccare la fusione. Ciò può essere collegato agli interessi degli investitori istituzionali o più in generale degli azionisti diversificati. Questi ultimi possono infatti supportare i manager poiché traggono comunque profitto da acquisizioni che distruggono il valore. Ciò accade non attraverso le loro partecipazioni nell'impresa

⁴⁸ *The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence*, Jensen e Ruback, 1983

⁴⁹ *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* Randall Morck, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, *The Journal of Finance*, 1990

acquirente, ma attraverso le partecipazioni nella società target o nei rivali esterni all'operazione. Quest' ultima considerazione è strettamente collegata ad un paradosso noto in letteratura, il "paradosso della fusione di Cournot". Il quale afferma che, in un gioco di Cournot simmetrico, i guadagni di una fusione tra due aziende vengono catturati dai competitor che non si fondono.

In effetti, Miguel Anton, Josè Azar, Mireia Ginè e Luca X. Li⁵⁰, hanno dimostrato come la proprietà comune nelle operazioni che distruggono valore (bad deal) aumenti in realtà la redditività complessiva per gli azionisti a causa delle loro quote diversificate nel settore. Le perdite nell'impresa acquirente sono ampiamente mitigate quando si tiene conto degli effetti complessivi sui portafogli in possesso degli investitori istituzionali. Per sottolineare questo intreccio di interessi, viene anche dimostrato che è più probabile che i fondi di investimento votino a favore dell'operazione quando hanno anche altre partecipazioni nel settore. Nel complesso, questi risultati mostrano che molti dei cosiddetti "bad deal" vengono in realtà effettuati nell'interesse degli azionisti della società acquirente.

Nel documento preso in analisi, gli autori, soffermandosi nelle imprese completamente estranee all'operazione, hanno provato a fornire nuove considerazioni in merito. Viene mostrata come sia molto più importante la proprietà nelle aziende rivali, rispetto alla proprietà nell'obiettivo, per comprendere i cambiamenti nei portafogli degli azionisti in relazione a eventi di fusione.

Quando un'impresa acquirente conduce una fusione orizzontale, i suoi rivali del settore estranei all'operazione possono guadagnare per diversi motivi:

- per l'inevitabile aumento del potere di mercato a causa di un numero ridotto di competitor nel settore;
- grazie ad un mercato più concentrato, la fusione potrebbe limitare la produzione ed aumentare di conseguenza i prezzi dei prodotti o diminuire i prezzi dei fattori⁵¹;
- grazie a una maggiore efficienza a scapito delle imprese che si fondono, le quali hanno bisogno di più tempo per coordinare gli sforzi.

Ciò che conta per gli azionisti diversificati è la remunerazione complessiva dei loro portafogli, quindi, fintanto che il valore delle aziende rivali aumenta, spingeranno per fondersi. Per dare sostegno a

⁵⁰ *Beyond the Target: M&A Decisions and Rival Ownership*, Miguel Anton, Josè Azar, Mireia Ginè e Luca X. Li, September 25, 2020

⁵¹ *Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth*, B. Eckbo, Journal of Financial Economics, 1983

questa ipotesi, poniamo l'attenzione su un esempio lampante, quando Microsoft ha annunciato l'acquisizione di LinkedIn nel giugno del 2016. L'annuncio è stato malvisto dal mercato ed è stato subito classificato come distruttore di valore. Ciò ha portato ad una perdita notevole (circa l'1,50%) per i maggiori azionisti di Microsoft nella finestra temporale di 3 giorni intorno all'annuncio, scendendo ulteriormente nei giorni successivi. Dall'altro lato, le azioni di LinkedIn sono subito balzate dal momento dell'annuncio. I maggiori azionisti di Microsoft possedevano anche azioni nel target, ma tra questi solo in pochi sono stati in grado di compensare la perdita su Microsoft con un guadagno da LinkedIn. Tuttavia, nove dei primi dieci azionisti istituzionali di Microsoft hanno ottenuto un guadagno netto grazie alla loro proprietà in aziende competitor. Questi guadagni sono stati più che sufficienti a compensare le perdite sulle partecipazioni in Microsoft. Pertanto, anche se l'accordo poteva sembrare distruttivo di valore, in realtà ha creato valore per i grandi azionisti di Microsoft.

Inoltre, sempre all'interno dello studio *Beyond the Target: M&A Decisions and Rival Ownership*, gli autori hanno preso in considerazione un campione di 1.800 fusioni orizzontali tra aziende pubbliche dal 1988 al 2016 per confermare le dinamiche ipotizzate in precedenza. In particolare, viene mostrato come i rendimenti su azioni rivali intorno all'annuncio di operazioni di M&A siano in media positivi, compresi tra lo 0,14% e lo 0,28%, a seconda del settore. Come accaduto per l'acquisizione tra Microsoft e LinkedIn, i rendimenti medi nelle imprese rivali continuano a salire anche oltre l'annuncio. Inoltre, la maggior parte degli azionisti del campione (circa il 76%) detiene una frazione maggiore di azioni nelle imprese competitor, rispetto a quelle dell'acquirente e del target messe insieme.

Considerando uno scenario in cui il management stia prendendo in considerazione un'acquisizione con rendimento dell'acquirente negativo (bad deal), ci si aspetta che una maggiore proprietà nei rivali da parte degli azionisti dell'impresa acquirente sia associata a minori ostacoli all'operazione e a rendimenti inferiori dell'acquirente. Viene quindi testata dagli autori questa implicazione esaminando l'associazione tra le CAR (Cumulative Abnormal Returns)⁵² dell'acquirente e le misure della proprietà comune.

⁵² Il CAR è il totale di tutti i rendimenti anormali. Di solito, il calcolo del rendimento anomalo cumulativo avviene in una piccola finestra di tempo, spesso solo giorni. Questa breve durata è dovuta al fatto che le prove hanno dimostrato che la combinazione di rendimenti anormali giornalieri può creare pregiudizi nei risultati. Il rendimento anomalo cumulativo (CAR) viene utilizzato per misurare l'effetto di azioni legali, acquisizioni e altri eventi sui prezzi delle azioni. Il rendimento anomalo cumulativo (CAR) è utile anche per determinare l'accuratezza del modello di determinazione del prezzo degli asset nella previsione della performance attesa.

I rendimenti anomali vengono calcolati in una finestra temporale (event period), come differenza tra il rendimento effettivamente osservato sul mercato e il rendimento "normale" (previsto sulla base del modello di mercato).

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Dove R_{it} è il rendimento osservato, mentre $E(R_{it})$ è il rendimento atteso.

Quindi i Cumulative Abnormal Returns vengono calcolati come la somma degli AR nel periodo di tempo preso in considerazione.

Viene dimostrato che la proprietà comune nei rivali del settore non partecipanti alla fusione è negativamente associata al CAR dell'acquirente. È stato infatti riscontrato un rendimento minore dell'acquirente quando la proprietà comune è presente anche nei rivali, coerentemente con le ipotesi di partenza. Inoltre, la proprietà nei rivali risulta correlata positivamente anche alla probabilità che un "bad deal" venga completato.

Riassumendo, viene ampiamente dimostrato come la proprietà comune possa influire anche nelle dinamiche di M&A. Pertanto, solo considerando la totalità degli intrecci di interessi dei proprietari comuni che può essere fornita una spiegazione razionale ai comportamenti degli stessi. In questa sezione del lavoro è stato sottolineato ancora una volta come l'obiettivo principale degli azionisti comuni sia la massimizzazione del valore complessivo del portafoglio e come questo possa spingerli a supportare decisioni sbagliate a livello di singola impresa.

CAPITOLO 4

ANALISI SU IMPRESE E BANCHE ITALIANE

4.1 Il contesto italiano

Come molti altri paesi dell'Europa continentale, il governo societario italiano mostra un grado elevato della concentrazione proprietaria e, conseguentemente, un sostanziale predominio dell'azionista principale. La quota media detenuta dall'azionista principale nel 2018 era del 48,3%, valore rimasto sostanzialmente stabile dal 1990 (47,9%). Inoltre, come si può notare nella *Tabella 7*, è presente una differenza sostanziale tra la quota di proprietà dell'azionista principale e la somma delle partecipazioni degli altri maggiori shareholder (ad eccezione del principale).

Tipologia di shareholder	1990	2000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Azionista di maggioranza	47.9	44	46.2	46.1	46.8	46.8	46	46.7	46.9	47.6	48.3
Altri azionisti rilevanti	11.4	9.4	17.7	17.6	16.8	16.5	16.5	15	12.8	12	12.2
Mercato	40.7	46.6	36.1	36.3	36.4	36.7	37.5	38.3	40.3	40.4	39.5
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Tabella 7: Dati sulle società italiane con azioni ordinarie quotate alla Borsa Italiana. Fonte: Consob. Sono escluse le cooperative. Il mercato è definito come la somma di tutte le partecipazioni inferiori al 2% del capitale

Le società quotate italiane nel 2018 erano controllate di diritto in 123 casi ed esclusivamente in 57 degli stessi l'azionista deteneva una quota di capitale inferiore al 50%. Inoltre, possono essere definiti a proprietà dispersa solo 13 emittenti, principalmente di grandi dimensioni⁵³.

Negli ultimi anni, in Italia si è anche registrata una crescita del sistema finanziario che ha ridotto in maniera consistente il gap con gli altri paesi europei. L'attuale fisionomia del sistema finanziario italiano è il frutto di un complesso processo di trasformazione iniziato molti anni fa. Le tappe di questo processo sono state diverse come l'adozione del Testo unico delle disposizioni in materia di

⁵³ Report on corporate governance of Italian listed companies, CONSOB, 2019

intermediazione finanziaria (TUF), le privatizzazioni e la progressiva apertura del mercato all'estero. Al giorno d'oggi, la conoscenza e l'interesse verso gli strumenti finanziari hanno sicuramente aumentato l'utilizzo del risparmio gestito, tuttavia va sottolineato come l'attuale crisi economica dettata dalla pandemia del COVID-19 potrebbe rallentare il processo di crescita.

Il trend italiano mostra comunque la netta preferenza del debito bancario piuttosto che il ricorso al mercato finanziario o intermediato. Secondo quanto riporta Salvatore Rossi, Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS (Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni), le imprese italiane ricorrono principalmente alle banche per finanziare la loro attività, ed in effetti il credito bancario rappresenta oltre il 60% dei debiti finanziari delle aziende. Al contrario, la media degli altri paesi europei è circa del 40%⁵⁴.

Se da un lato la centralità del debito bancario per le aziende italiane è indubbia, dall'altro va sottolineato come l'intermediazione mobiliare e la gestione del risparmio hanno riscontrato un notevole aumento del patrimonio gestito e, conseguentemente, delle quote nei loro portafogli.

Gli investitori istituzionali operanti nel contesto italiano sono le società assicurative, le banche, le società di gestione del risparmio, gli istituti di credito e gli organismi di investimento collettivo (quali fondi di investimento o fondi pensione). Secondo quanto riportato nel Sesto Report Annuale a cura del Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali, nonostante la crisi economica dei mercati finanziari partita nel 2008, negli ultimi 12 anni il patrimonio degli investitori istituzionali è stato caratterizzato da una costante crescita. "Nel caso dei soggetti operanti nel welfare contrattuale (fondi negoziali, preesistenti e casse sanitarie), in quello delle libere professioni (casse privatizzate) e nel welfare di prossimità o territoriale (fondazioni di origine bancaria) a fine 2018 gli asset ammontavano a 243,2 miliardi di euro, dei quali circa 112 affidati a gestori professionali tramite mandati e 52,9 investiti direttamente in OICR e FIA. Le masse gestite da soggetti operanti nel 'welfare privato' (fondi pensione aperti, piani di previdenza individuali e compagnie di assicurazione con il ramo vita), invece, si attestavano a quota 618,4 miliardi di euro. In totale, dunque, un patrimonio di 861,6 miliardi, pari a circa il 49,12% del PIL nazionale (1.753.949 milioni)"⁵⁵. Le cifre riportate forniscono il ritratto di un Paese con un mercato istituzionale di buon livello.

⁵⁴ *Idee per il futuro del sistema finanziario italiano*, Salvatore Rossi Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS, 2017

⁵⁵ Sesto Report Annuale, Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l'anno 2018, a cura del Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali

In aggiunta, l'Italia nel 2016 si è classificata come terzo paese, dietro Francia e Regno Unito, per numero di investimenti effettuati dai fondi internazionali nel continente. Questo crescente interesse verso le imprese italiane da parte dei fondi internazionali si concentra in particolare nei settori:

- beni e servizi industriali;
- manifatturiero;
- moda;
- ICT (Tecnologie dell'informazione e della comunicazione);
- sanitario⁵⁶.

Al fine di chiarire meglio le modalità con le quali viene affidata ad un investitore la gestione del patrimonio, si riporta una descrizione fornita da Borsa Italiana⁵⁷: “L'attività svolta dall'investitore istituzionale può derivare da un mandato specifico, pertanto l'investimento avviene su base collettiva, come negli OICR e nei fondi pensione, oppure può derivare dall'intermediazione in senso stretto, come nel caso delle compagnie di assicurazione relativamente alle polizze vita. Il patrimonio di un fondo comune è costituito dal complesso di beni (strumenti finanziari, crediti, liquidità o altri beni) conferiti dai partecipanti; è autonomo poichè è un'entità giuridicamente distinta sia dai patrimoni dei singoli partecipanti, sia dal patrimonio del gestore (separazione patrimoniale). La partecipazione a un fondo comune di investimento è possibile mediante la sottoscrizione di quote rappresentate da appositi certificati emessi dal fondo stesso. Tali quote incorporano uguali diritti e sono tutte di uguale valore. Ogni partecipante acquisisce il diritto su una parte del patrimonio, proporzionale al proprio conferimento. In tal modo egli si assume anche il rischio derivante dagli investimenti effettuati dal gestore.”

La *Tabella 8* di seguito fornisce una classificazione dei gestori in termini di patrimonio gestito per l'anno 2018. In particolare, vengono riportati i primi 5 gestori di mandati, i quali raccolgono da soli oltre il 39% del totale del patrimonio degli investitori istituzionali.

⁵⁶ Il Quaderno n.42 AIFI, *Gli investimenti dei fondi di private equity internazionali e il ruolo dell'Italia*

⁵⁷ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/fondo-comune-di-investimento.html>

Gestore	Mandati	AUM in milioni di euro	Quote di mercato
Generali Italia S.p.A.	23	10.336	9,25%
Amundi	77	9.217	8,25%
UnipolSai Assicurazioni S.p.A.	34	9.075	8,12%
Eurizon Capital	55	8.823	7,90%
BlackRock	11	6.222	5,57%

Tabella 8: Classifica dei gestori di mandati in Italia

Fonte: Sesto Report Annuale, Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l'anno 2018, a cura del Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali

Alla fine del 2018, gli investitori istituzionali erano presenti nell'azionariato rilevante di 62 società quotate italiane, pari a circa il 27% del mercato. Tra questi, gli investitori italiani erano azionisti rilevanti in 13 imprese (principalmente di piccole dimensioni), mentre gli esteri possedevano partecipazioni rilevanti in 51 società⁵⁸.

⁵⁸ Report on corporate governance of Italian listed companies, CONSOB, 2019

4.2 Obiettivo e raccolta dati

Fino ad ora è stato analizzato il fenomeno common ownership da un punto di vista generale, tramite una descrizione complessiva delle dinamiche e degli effetti. Tuttavia, considerando la rapida crescita degli investitori istituzionali in termini di patrimonio e di quote azionarie, si è voluto verificare se la presenza di questi organismi avesse generato il fenomeno della proprietà comune anche in Italia. In aggiunta, la letteratura economica italiana riguardante l'investimento istituzionale è ancora distante in termini quantitativi dai livelli raggiunti in America o nei maggiori paesi europei. Allo stesso tempo, non si trovano lavori empirici incentrati sulla proprietà comune, presumibilmente perché la rilevanza dell'argomento è emersa solo in tempi recenti e lo studio dei relativi effetti è ancora in una fase prematura, come ampiamente sottolineato nei capitoli precedenti.

Sembrava quindi utile incentrare l'ultimo capitolo di questo lavoro sul contesto italiano, con l'obiettivo finale di verificare l'esistenza del fenomeno ed in che misura esso possa impattare sulle performance delle imprese e degli istituti bancari quotati in Borsa. Oltre all'impatto della common ownership, è stato valutato anche l'impatto degli investitori istituzionali con le relative quote azionarie. Infine, per completezza di analisi, considerando la grande diffusione dei gruppi societari in Italia, si è ritenuto utile esaminare l'appartenenza ad un gruppo (group affiliation) in relazione alla proprietà comune.

Per realizzare l'obiettivo finale di questo lavoro di tesi, sono stati analizzati due panel⁵⁹, uno contenente dati longitudinali su un campione rappresentativo di imprese e l'altro contenente dati longitudinali di istituti bancari. Entrambi i panel coprono un orizzonte temporale che va dal 2011 fino al 2018, tuttavia sono presenti alcuni gap dovuti ad imprese che hanno terminato la loro attività o che sono uscite dalla Borsa Italiana (delisting) durante il periodo di riferimento. Per questo motivo, le unità non hanno lo stesso numero di osservazioni nel periodo sotto esame (panel non bilanciato). Vengono utilizzati dati panel in quanto consentono di eliminare la distorsione da variabili omesse quando queste restano costanti nel tempo. Sono stati presi in considerazione complessivamente 70 istituti: 50 aziende e 20 banche. Vengono di seguito riportati nel dettaglio i campioni analizzati (*Tabella 9 e Tabella 10*).

⁵⁹ Campione rappresentativo di una popolazione ottenuto tramite la raccolta continuativa di informazioni statistiche. I dati panel derivano da osservazioni ripetute su un insieme di unità statistiche (persone, famiglie, regioni, imprese ecc.), normalmente condotte per più periodi

Azienda_ID	Azienda
1	SOL SPA
2	ISAGRO SPA
3	SAIPEM
4	ENI SPA
5	SNAM SPA
6	ITALGAS
7	SARAS SPA
8	INTEK GROUP SPA
9	ASTALDI SPA
10	BUZZI UNICEM SPA
11	WEBUILD SPA
12	TREVI - FINANZIARIA INDUSTRIALE SPA
13	ITALCEMENTI
14	HERA
15	IREN
16	TERNA SPA
17	ENEL SPA
18	ACEA
19	ERG SPA
20	LA DORIA SPA
21	RETELIT
22	INFRASTRUTTURE WIRELESS ITALIANE SPA
23	ACOTEL GROUP SPA
24	TELECOM SPA
25	RAI WAY SPA
26	EI TOWERS SPA
27	TISCALI
28	EXPRIVIA
29	ITWAY
30	PITECO SPA
31	REPLY SPA
32	SESA SPA
33	RECORDATI SPA
34	DIASORIN SPA
35	AMPLIFON SPA
36	FIAT SPA
37	BREMBO SPA
38	SOGEFI SPA
39	PIRELLI e C. SPA
40	LUXOTTICA GROUP SPA
41	SAFILO GROUP SPA
42	GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO SPA
43	MONDADORI SPA
44	IL SOLE 24 ORE SPA
45	CAIRO COMMUNICATION SPA

46	SALVATORE FERRAGAMO SPA
47	MONCLER SPA
48	BRUNELLO CUCINELLI SPA
49	GEOX SPA
50	OVS SPA

Tabella 9: Campione Aziende

Banca_ID	Banca
1	BANCA GENERALI
2	BANCA MEDIOLANUM
3	MONTE DEI PASCHI DI SIENA
4	FINECOBANK
5	UNICREDIT
6	MEDIOBANCA
7	INTESA SANPAOLO
8	UBI
9	BANCO BPM
10	BANCA POPOLARE DI SONDRIO, SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI
11	BPER BANCA
12	CREDITO EMILIANO
13	CREDITO VALTELLINESE
14	BANCA CARIGE
15	BANCA IFIS
16	BANCA FARMAFACTORING
17	BANCA FINNAT
18	BANCA INTERMOBILIARE DI INVESTIMENTI E GESTIONI
19	BANCA SISTEMA
20	BANCA PROFILO

Tabella 10: Campione Banche

Al fine di costruire i dataset, le fonti utilizzate sono state:

- il sito web della CONSOB⁶⁰ per poter accedere alla lista degli azionisti di ciascuna società e le relative quote percentuali sul Capitale Votante, in modo tale da poter valutare la presenza di investitori istituzionali e di una catena di controllo. Va sottolineato come nell'azionariato reso disponibile dalla CONSOB sono presenti esclusivamente le partecipazioni rilevanti⁶¹;

⁶⁰ Commissione nazionale per le società e la Borsa

⁶¹ L'articolo 120 del Testo Unico della Finanza (TUF, come da ultimo aggiornato) e la relativa disciplina di attuazione della Consob impongono l'obbligo di comunicazione a carico di coloro che - direttamente o per il tramite di interposte persone, fiduciari o società controllate - detengono partecipazioni sociali con diritto di voto che superano la soglia del 3% (del 5% se l'emittente è una PMI); in precedenza la soglia era comune a tutte le società ed era del 2%

- il sito web della Borsa Italiana per verificare l'appartenenza di un'impresa al segmento FTSE Italia STAR (acronimo di segmento titoli con alti requisiti), il quale comprende società per azioni di medie dimensioni (con capitalizzazione fino ad un miliardo di euro);
- i bilanci annuali delle imprese e degli istituti bancari per poter accedere ai relativi dati patrimoniali ed economici.

In base a quanto detto in precedenza, sono stati individuati gli investitori istituzionali tra l'azionariato annuale comunicato alla CONSOB degli istituti considerati. In particolare, sono stati considerati tali gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), i fondi comuni di investimento mobiliari, immobiliari, speculativi e le Sicav, i fondi pensione e le compagnie di assicurazione. Come ulteriore conferma, è stata presa in considerazione la classificazione della Consob, la quale descrive questi enti come:

- Gestione discrezionale del risparmio;
- Gestione non discrezionale del risparmio;
- Fondi.

Nell'*Allegato 1* e nell'*Allegato 2* vengono riportati per completezza tutti i soggetti economici campionati con i relativi investitori istituzionali.

Successivamente si è deciso di accorpate le imprese del campione in base al settore economico di appartenenza. Per farlo, è stata utilizzata la classificazione "Super Sector" della Borsa Italiana⁶².

Nello specifico, all'interno del campione sono presenti imprese operanti nei settori:

- Chimico;
- Petrolio e Gas Naturale;
- Materie Prime;
- Edilizia e Materiali;
- Servizi Pubblici;
- Alimentare;
- Telecomunicazioni;
- Tecnologia;
- Salute;

⁶² www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/settori.html

- Automobili e Componentistica;
- Media;
- Moda, Prodotti per la Casa e per la Persona.

Solo dopo aver delineato i settori di all'interno dei quali le imprese competono è stato possibile individuare la presenza del fenomeno common ownership e la presenza di eventuali catene di controllo nello stesso settore. Nel dettaglio, per ogni anno considerato, se due o più imprese operanti nello stesso settore avevano proprietari istituzionali in comune è stata riportata la presenza di common ownership. Parallelamente, se un'impresa aveva quote in un'altra all'interno di uno stesso settore economico, è stata riportata la presenza di group affiliation.

Nel panel bancario sono risultate presenti sia la proprietà comune che la group affiliation, mentre per le aziende questi fenomeni sono stati riscontrati esclusivamente in un sottoinsieme dei settori. Inoltre, è necessario sottolineare come le aziende (quotate) operanti nei settori "Alimentare" e "Materie Prime" risultavano essere troppo diverse tra loro in termini di output e si è supposto che non fossero in reale competizione. Per questo motivo, sono state analizzate esclusivamente per comprendere l'eventuale impatto degli investitori istituzionali.

Il risultato di questa prima analisi settoriale è riassunto nella seguente Tabella:

Settori con proprietà comune	Settori con group affiliation
Petrolio e GAS naturale	Petrolio e GAS naturale
Servizi Pubblici	Servizi Pubblici
Telecomunicazioni	Telecomunicazioni
Salute	-
Moda, Prodotti per la Casa e per la Persona	-

Tabella 11: Settori con proprietà comune e con group affiliation nel campione analizzato

Dopo aver introdotto i campioni, è doveroso mostrare tutte le variabili prese in considerazione nell'analisi. Si sottolinea come le variabili in gioco siano diverse nei due dataset. Alcune di esse infatti risultano utili per descrivere esclusivamente uno dei due soggetti economici campionati per via della diversa attività svolta.

Per completezza, nelle tabelle di seguito (*Tabella 12 e Tabella 13*) vengono riportate le variabili utilizzate nell'analisi statistica con le relative formule di calcolo e le fonti dalle quali sono state estrapolate.

Variabile	Formula	Fonte
Attività	-	Bilanci Annuali
Passività a lungo termine	-	Bilanci Annuali
Passività correnti	-	Bilanci Annuali
Passività TOT	-	Bilanci Annuali
Patrimonio Netto (PN)	-	Bilanci Annuali
MOL	Valore della produzione - costi per materie prime - costi per servizi - costi per il personale - altri costi (strutturali)	Bilanci Annuali
EBIT	MOL - (Ammortamenti + Accantonamenti e svalutazioni)	Bilanci Annuali
ROCE	EBIT / (Attività-Passività correnti)	-
Leverage	Passività TOT / Attività	-
In Asset	In (Attività)	-
ROA	EBIT / Attività	-
STAR	Sì/No	Sito web Borsa Italiana/altri siti finanziari
Presenza investitori istituzionali	Sì/No	Azionariato Consob
Quota investitori istituzionali	Somma delle quote di proprietà degli investitori istituzionali	Azionariato Consob
Common ownership	Sì/No	Azionariato Consob
Group affiliation	Sì/No	Azionariato Consob
Family 50	Sì/No	Azionariato Consob
State ownership	Sì/No	Azionariato Consob

Vendite	-	Bilanci Annuali
ROS	EBIT / Vendite	-
Asset Turnover	Vendite / Attività	-
Redditività fatturato	MOL / Vendite	-
Indice di Indipendenza Finanziaria	PN / Attività tot	-

Tabella 12: variabili utilizzate per le aziende

Variabile	Formula	Fonte
Attività	-	Bilanci Annuali
Passività tot	-	Bilanci Annuali
Margine di interesse (MI)	Interessi attivi - interessi passivi	Bilanci Annuali
Margine di intermediazione (MINTR)	Margine d'interesse + rettifiche nette su crediti + dividendi ed altri proventi + ricavi netti per servizi + profitti (o perdite) da operazioni finanziarie + altri proventi netti di gestione	Bilanci Annuali
Patrimonio netto (PN)	-	Bilanci Annuali
Utile	-	Bilanci Annuali
Leverage	Passività tot / Attività	-
In Asset	In (Attività)	-
ROE	Utile / Patrimonio netto	-
ROA (con Utile)	Utile / Attività	-
STAR	Si/No	Sito web Borsa Italiana/altri siti finanziari
Presenza investitori istituzionali	Si/No	Azionariato Consob
Quota investitori istituzionali	Somma delle quote	Azionariato Consob
Common ownership	Si/No	Azionariato Consob

Group affiliation	Sì/No	Azionariato Consob
Margine di interesse unitario	MI / Attività	-
Margine di intermediazione / Margine d'interesse	MINTR / MI	-
Family 50	Sì/No	Azionariato Consob
Indice di Indipendenza Finanziaria	PN / Attività tot	-

Tabella 13: variabili utilizzate per le banche

4.3 Analisi empirica

A valle della raccolta dati, è stata svolta un'analisi statistica tramite il software STATA⁶³. Si precisa che è stato utilizzato un modello di stima con effetti fissi ed effetti temporali. Gli effetti fissi d'impresa (caratteristiche individuali che non mutano nel tempo di osservazione) sono stati considerati per evitare la distorsione da variabile omessa, mentre gli effetti temporali (comuni a tutti i soggetti analizzati) sono stati inseriti poiché potrebbero influenzare l'andamento degli indicatori economici e finanziari.

Quindi, come primo passo, sono state generate le variabili binarie (dummy) temporali e poi, tramite il comando *xtreg* e l'opzione *fe*, è stata eseguita una regressione con effetti fissi. Per quanto riguarda le variabili di tempo, si è fatta attenzione alla "trappola delle variabili dummy" e pertanto sono state create T-1 variabili, dove T=8 anni (dal 2011 al 2018). Se si usassero esattamente T variabili temporali, pari al numero di anni, l'ultima variabile non genererebbe nessuna informazione aggiuntiva ed il risultato della previsione potrebbe diventare meno accurato.

⁶³ Stata è un pacchetto software statistico generico creato nel 1985 da StataCorp. Il software risulta utile per la gestione dei dati, l'analisi statistica, la grafica, le simulazioni, la regressione e la programmazione personalizzata.

Sotto le assunzioni dei minimi quadrati⁶⁴, lo stimatore OLS con effetti fissi è non distorto, consistente e ha distribuzione asintotica normale. Tuttavia, gli errori standard OLS (omoschedasticità pura o robusti all'eteroschedasticità) saranno generalmente sbagliati perché assumono che i dati non siano serialmente correlati. Quindi, è stato necessario introdurre la formula *vce (cluster state)* dell'errore standard per dati raggruppati, o "clustered". Questa formulazione è utile perché le osservazioni in più anni per uno stesso soggetto sono ovviamente correlate, mentre dall'altro lato le osservazioni di soggetti diversi sono indipendenti tra loro (dato che sono ottenute mediante campionamento casuale semplice).

Come detto, l'obiettivo dell'analisi statistica è di verificare l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra la presenza del fenomeno common ownership e alcune misure di performance aziendali e bancarie. Nel dettaglio, gli indicatori presi in analisi per le aziende sono stati:

- ROA (Return on Assets): indice utile per confrontare aziende concorrenti in quanto misura la capacità aziendale nel rendere redditivi tutti gli asset detenuti;
- ROS (Return on Sales): misura la redditività delle vendite rispetto ai guadagni dell'azienda, dipende sia dall'efficienza interna, ma anche dalla situazione di mercato;
- ROCE (Return on Capital Employed): misura la redditività e l'efficienza del capitale investito di un'azienda nel lungo periodo;
- Asset Turnover: misura l'efficienza della gestione di un'azienda nell'utilizzare i propri asset per generare entrate;
- Redditività del fatturato: misura la redditività prodotta dalla gestione caratteristica, ovvero quanto margine operativo viene prodotto per ogni unità monetaria di vendite;
- Indice di Indipendenza Finanziaria: fornisce un'attenta misura della solidità patrimoniale. È possibile suddividerlo in cinque fasce:

⁶⁴ Considerando una singola variabile X, si ha:

$$Y_{it} = \beta_1 X_{it} + \alpha_i + u_{it}$$

con $i = 1, \dots, n$; $t = 1, \dots, T$

Le assunzioni dei minimi quadrati per dati panel sono le seguenti:

1. $E(u_{it} | X_{i1}, \dots, X_{iT}, \alpha_i) = 0$;
2. $(X_{i1}, \dots, X_{iT}, u_{i1}, \dots, u_{iT})$ sono indipendenti e identicamente distribuiti dalla distribuzione congiunta;
3. $(X_{it} u_{it})$ hanno momenti quarti finiti;
4. Non vi è collinearità perfetta (molteplicità di X)

1. Da 0 a 0,33: scarsissima autonomia finanziaria e conseguente eccessivo ricorso al debito;
2. Da 0,34 a 0,55: alto indebitamento;
3. Da 0,56 a 0,66: struttura patrimoniale equilibrata;
4. Da 0,67 a meno di 1: struttura ottimale in grado di garantire sviluppo;
5. Pari ad 1: vengono utilizzati solo mezzi propri per finanziare le attività.

L'Indice di Indipendenza Finanziaria medio risultante dal campione di imprese analizzato è 0,39. Il quale evidenzia un alto indebitamento delle imprese italiane.

Dall'altro lato, gli indicatori considerati per l'analisi bancaria sono stati:

- ROA: misura la capacità di reddito delle banche in funzione dei capitali impiegati;
- ROE: misura la redditività del capitale proprio degli istituti bancari;
- Margine di interesse unitario: misura il contributo dell'attività di intermediazione creditizia alla redditività bancaria;
- MINTR / MI: esprime il contributo delle attività di servizio ai risultati complessivi. Un margine maggiore di 1 indica che la banca non fa solo intermediazione creditizia, ma genera dei ricavi anche dai servizi.

Come ultimo passo, con l'obiettivo di evitare eventuali distorsioni da variabili omesse nel modello, sono state inserite delle variabili di controllo che potrebbero essere correlate alle variabili dipendenti. I fattori scelti per controllare il modello sono:

- La dimensione dell'impresa tramite la variabile Ln (Asset);
- La struttura proprietaria con le variabili dicotomiche Family50 (pari ad 1 se una società privata ha la quota di controllo > 50) e State ownership (utilizzata solo nel panel aziendale e pari ad 1 quando l'impresa è pubblica);
- La leva finanziaria con l'utilizzo della variabile Leverage;
- L'appartenenza al segmento FTSE STAR⁶⁵ di Borsa Italiana tramite la variabile dicotomica STAR (pari ad 1 se la società appartiene al segmento).

⁶⁵ segmento titoli con alti requisiti. L'indice FTSE Italia STAR accoglie attualmente 76 società quotate e richiede per esservi ammessi, caratteristiche ed impegni piuttosto vincolanti per le società che ne fanno parte (requisiti di trasparenza, liquidità del titolo e corporate governance)

Di seguito vengono riportate le tabelle (*Tabella 14 e Tabella 15*) riassuntive con il numero di osservazioni, la media, la deviazione standard, minimo e massimo delle variabili considerate, ad eccezione delle variabili dicotomiche.

Variabile	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
MOL	347	9.80e+08	2.90e+09	-1.43e+09	1.80e+10
ASSET	351	1.12e+10	2.98e+10	1.15e+07	1.72e+11
PASSIVITÀ TOT	351	7.28e+09	1.96e+10	2119000	1.18e+11
ROCE	351	.0591497	.2512973	-2.309454	1.721288
EBIT	351	4.76e+08	1.59e+09	-3.33e+09	1.13e+10
PASSIVITÀ CORRENTI	351	2.65e+09	7.03e+09	-1.63e+09	4.10e+10
PASSIVITÀ A LUNGO TERMINE	351	4.62e+09	1.27e+10	672000	8.31e+10
LEVERAGE	351	.6293347	.4107185	.0261822	6.81329
Ln (Asset)	351	21.25918	1.89409	16.25786	25.86876
ROA	351	.0462586	.1180238	-.7291574	1.35234
QUOTA INV. IST.	351	5.694083	8.667472	0	61.66
SALES	345	6.91e+09	1.97e+10	77000	1.27e+11
PN	351	3.92e+09	1.06e+10	-2.09e+09	5.71e+10
ROS	345	.03461	1.14944	-20.8961	.957814
ASSET TURNOVER	345	.7754293	1.32094	.0001326	23.36674
MOL/FATTURATO	341	.1942093	.2350873	-1.073225	.9595472
IIF	351	0.3706653	0.4107185	-5.813290	0.9738178

Tabella 14: Summary variabili aziende

Variabile	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
QUOTA INV. IST.	137	.1005389	.1800847	0	.68807
ATTIVO	137	8.20e+10	1.33e+11	6.10e+08	5.29e+11
PASSIVO	137	7.43e+10	1.19e+11	4.07e+08	4.81e+11
LEVERAGE	137	.9139264	.0385697	.6672651	.9762384
MARGINE DI INTERESSE	137	7.11e+08	1.11e+09	-1.95e+08	4.70e+09
MARGINE DI INTERMEDIAZIONE	137	1.76e+09	2.90e+09	3.06e+07	1.23e+10
PN	137	7.66e+09	1.44e+10	7.51e+07	5.80e+10
UTILE	137	-2.72e+08	2.06e+09	-1.16e+10	6.24e+09
ROE	137	-.0066057	.2560436	-1.416255	.3109408
ROA (con Utile)	137	.0003398	.0152439	-.0815831	.0305815
Ln (Asset)	137	238,783	1,732,432	2,022,815	2,699,341
MARGINE DI INTERESSE UNITARIO	137	.0115354	.0071543	-.0027537	.0389043
MINT/MI	134	2.834851	1.559934	1.022374	9.624654
IIF	137	0.0860736	0.0385697	0.0237616	0.3327349

Tabella 15: Summary variabili banche

Riassumendo, è stata condotta la verifica econometrica tramite il seguente modello:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 S_t + \beta_3 C_{it} + u_{it}$$

Dove:

$i = 1, \dots, N$ (numero di aziende/banche); $t = 2011, \dots, 2018$

Y è la variabile dipendente e rappresenta quindi l'indicatore di performance considerato;

X è la variabile indipendente;

S è la variabile esogena che misura gli effetti temporali tramite le dummy temporali descritte in precedenza;

il regressore C rappresenta l'insieme delle variabili di controllo inserite del modello;

u è il termine di errore generico.

4.4 Risultati della regressione sulle imprese

Come detto in precedenza, sono stati effettuati due macro-gruppi di regressioni, il primo per le imprese ed il secondo per gli istituti bancari. In questa sezione vengono mostrati gli output principali delle regressioni effettuate sulle aziende. In particolare, sono state individuate relazioni statisticamente significative con:

- $Y=ROA$ e $X=Common\ Ownership$ (dummy);
- $Y=Redditività\ Fatturato$ e $X=Common\ Ownership$ (dummy);
- $Y=Asset\ turnover$ e $X=Common\ Ownership$ (dummy);
- $Y=Indice\ di\ Indipendenza\ Finanziaria\ (IIF)$ e $X=Common\ Ownership$ (dummy).

Queste relazioni hanno dato evidenza di un effetto negativo del fenomeno common ownership nelle imprese italiane. A valle di questi risultati apparentemente controintuitivi, è possibile ipotizzare come la proprietà comune degli investitori istituzionali non sia limitata al solo contesto italiano e che abbiano nei loro portafogli anche imprese estere operanti nello stesso settore. In questo senso,

i proprietari potrebbero aver spinto per una concorrenza globale attenuata che ha sfavorito nel complesso le imprese italiane. Va aggiunto che i dati accessibili sul sito CONSOB riguardano esclusivamente le partecipazioni rilevanti e questo potrebbe aver limitato l'analisi svolta. Di seguito è stato riportato il dettaglio dei risultati significativi del lavoro.

Per quanto riguarda invece le variabili dipendenti ROS e ROCE, purtroppo non sono state riscontrate relazioni significative. In ogni caso, gli output delle relative regressioni vengono riportati negli *Allegati 4 e 5*.

4.4.1 ROA

Nella regressione effettuata con il ROA come variabile dipendente, è risultata una relazione significativa (p-value⁶⁶ minore del 5%) con la presenza di proprietà comune. Il coefficiente evidenzia quindi un impatto negativo della common ownership nella redditività del capitale investito delle aziende, come mostrato nella *Tabella 16*. In aggiunta, sono emersi degli output interessanti anche considerando l'interazione tra le variabili indipendenti common ownership dummy e group affiliation dummy. Le regressioni, riportate nelle *Tabelle 17 e 18*, sono state effettuate per catturare l'eventuale influenza della common ownership in un agglomerato d'impres. Il termine di interazione CO × GroupAf (CommonOwDummy × GroupAfDummy) non è risultato statisticamente significativo, tuttavia l'aggiunta dello stesso come regressore ha reso maggiormente significativo il coefficiente di common ownership, rimarcandone anche l'effetto negativo sull'indice.

⁶⁶ è la probabilità di ottenere risultati uguali o meno probabili di quello osservato durante il test, supposta vera l'ipotesi nulla. Talvolta viene anche chiamato livello di significatività osservato

ROA	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
CommonOwDummy	-0.027152	0.0119834	-2.27	0.028	-0.0512337	-0.0030704
StateOW	0.0046911	0.0186201	0.25	0.802	-0.0327275	0.0421096
Family50	-0.0134078	0.0250111	-0.54	0.594	-0.0636696	0.036854
STAR	0.1844422	0.1349745	1.37	0.178	-0.0867992	0.4556836
Ln (Asset)	0.0292888	0.05739	0.51	0.612	-0.0860408	0.1446183
leverage	0.1918243	0.0412233	4.65	0	0.108983	0.2746655
y2012	-0.0245005	0.0101095	-2.42	0.019	-0.0448164	-0.0041847
y2013	-0.0353814	0.0147362	-2.4	0.02	-0.0649949	-0.0057679
y2014	-0.0257443	0.018745	-1.37	0.176	-0.0634139	0.0119252
y2015	-0.0259884	0.016959	-1.53	0.132	-0.0600688	0.008092
y2016	-0.04262	0.0224474	-1.9	0.064	-0.0877297	0.0024897
y2017	-0.0612151	0.0340565	-1.8	0.078	-0.1296543	0.0072241
y2018	-0.0602765	0.0292685	-2.06	0.045	-0.1190937	-0.0014593
_cons	-0.6963306	1.215618	-0.57	0.569	-3.139207	1.746545

R-sq:
within = 0.4838
between = 0.0005
overall = 0.0993

Number of obs	351
Number of groups	50

Tabella 16: Risultati regressione $Y=ROA$ e $X=Common\ Ownership$ (dummy)

ROA	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
CommonOwDummy	-0.030746	0.0118642	-2.59	0.013	-0.054588	-0.0069039
CO × GroupAf	0.0095008	0.0232683	0.41	0.685	-0.0372586	0.0562602
Ln (Asset)	0.0291781	0.0574979	0.51	0.614	-0.0863682	0.1447244
leverage	0.1917642	0.0413152	4.64	0	0.1087382	0.2747901
STAR	0.1845063	0.1351092	1.37	0.178	-0.0870057	0.4560184
Family50	-0.0135115	0.025018	-0.54	0.592	-0.0637872	0.0367641
StateOW	0.0065772	0.0179769	0.37	0.716	-0.0295487	0.042703
y2012	-0.024	0.010416	-2.3	0.025	-0.0449317	-0.0030683
y2013	-0.0347644	0.0151806	-2.29	0.026	-0.065271	-0.0042578
y2014	-0.0252348	0.0190596	-1.32	0.192	-0.0635364	0.0130668
y2015	-0.0254443	0.0170975	-1.49	0.143	-0.0598031	0.0089145
y2016	-0.0422795	0.0224945	-1.88	0.066	-0.0874839	0.002925
y2017	-0.060908	0.0341738	-1.78	0.081	-0.1295828	0.0077669
y2018	-0.0600483	0.0293231	-2.05	0.046	-0.1189753	-0.0011214
_cons	-0.6944794	1.21775	-0.57	0.571	-3.141639	1.75268

R-sq:
within = 0.4839
between = 0.0006
overall = 0.0982

Number of obs	351
Number of groups	50

Tabella 17: Risultati seconda regressione $Y=ROA$ e $X=Common\ Ownership$ (dummy)

ROA	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
CommonOwDummy	-0.031382	0.0120149	-2.61	0.012	-0.0555269	-0.0072371
GroupAfDummy	0.0517039	0.0349575	1.48	0.146	-0.0185459	0.1219536
CO × GroupAf	-0.0130994	0.0230524	-0.57	0.572	-0.0594248	0.033226
Ln (Asset)	0.0300255	0.057605	0.52	0.605	-0.085736	0.145787
leverage	0.1924207	0.0412415	4.67	0	0.1095429	0.2752985
STAR	0.1852453	0.1348877	1.37	0.176	-0.0858216	0.4563122
Family50	-0.0137871	0.0250685	-0.55	0.585	-0.0641641	0.0365899
StateOW	0.0060144	0.017956	0.33	0.739	-0.0300696	0.0420984
y2012	-0.0237817	0.0102149	-2.33	0.024	-0.0443092	-0.0032541
y2013	-0.0345481	0.0150849	-2.29	0.026	-0.0648625	-0.0042338
y2014	-0.023961	0.0188321	-1.27	0.209	-0.0618057	0.0138836
y2015	-0.0246045	0.0169553	-1.45	0.153	-0.0586774	0.0094684
y2016	-0.0426272	0.0223984	-1.9	0.063	-0.0876385	0.002384
y2017	-0.0618492	0.0341765	-1.81	0.076	-0.1305295	0.0068311
y2018	-0.0610342	0.0293619	-2.08	0.043	-0.1200392	-0.0020292
_cons	-0.7173685	1.221573	-0.59	0.56	-3.172212	1.737475

R-sq:
within = 0.4859
between = 0.0006
overall = 0.0947

Number of obs	351
Number of groups	50

Tabella 18: Risultati terza regressione $Y=ROA$ e $X=Common Ownership$ (dummy)

Infine, per completezza di analisi, è stata studiata anche la relazioni tra ROA e common ownership considerando esclusivamente i settori che mostrano la presenza del fenomeno. In questo caso, il coefficiente emerso risulta comunque negativo, ma non statisticamente significativo. L'output di questa regressione viene riportato nell'*Allegato 3*.

4.4.2 Redditività del Fatturato

Tra le regressioni effettuate con la Redditività del fatturato (MOL / Fatturato) come variabile dipendente, è risultata una relazione statisticamente significativa con la presenza di proprietà comune sia considerando l'intero dataset, che considerando solo le imprese appartenenti al sottoinsieme di settori con common ownership (introdotto nella sezione precedente). Il coefficiente risulta essere negativo in entrambi i casi, con un p-value minore dell'1% nel primo caso e con un p-value minore del 2% nel secondo, come mostrato nelle *Tabelle 19 e 20*. Anche in questo frangente,

l'effetto risultante sembra non favorire in termini di redditività delle vendite le imprese italiane coinvolte nel fenomeno.

MOL / FATTURATO	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
StateOW	-0.0337612	0.022819	-1.48	0.146	-0.0796671	0.0121447
Family50	0.0192653	0.0401503	0.48	0.634	-0.0615067	0.1000373
CommonOwDummy	-0.0504668	0.0155606	-3.24	0.002	-0.0817707	-0.019163
STAR	0.3733563	0.246195	1.52	0.136	-0.1219243	0.8686368
Ln (Asset)	0.0366671	0.0793592	0.46	0.646	-0.1229831	0.1963172
leverage	0.000625	0.0428258	0.01	0.988	-0.0855294	0.0867795
y2012	-0.0298187	0.012312	-2.42	0.019	-0.0545873	-0.00505
y2013	-0.0236793	0.0151638	-1.56	0.125	-0.054185	0.0068264
y2014	-0.0010178	0.0247515	-0.04	0.967	-0.0508115	0.0487758
y2015	-0.0001746	0.0256477	-0.01	0.995	-0.0517712	0.051422
y2016	-0.0321926	0.0308181	-1.04	0.302	-0.0941906	0.0298055
y2017	-0.0165037	0.0426269	-0.39	0.7	-0.1022579	0.0692505
y2018	-0.0356489	0.0505049	-0.71	0.484	-0.1372517	0.0659539
_cons	-0.6587102	1.686494	-0.39	0.698	-4.051498	2.734078

R-sq:
within = 0.1107
between = 0.0524
overall = 0.0093

Number of obs	341
Number of groups	48

Tabella 19: Risultati regressione $Y=MOL / Fatturato$ e $X=Common Ownership$ (dummy)

MOL / FATTURATO	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
CommonOwDummy	-0.033239	0.0127237	-2.61	0.015	-0.0594438	-0.0070341
StateOW	0.0110276	0.0199937	0.55	0.586	-0.0301503	0.0522054
Family50	-0.0510296	0.0186236	-2.74	0.011	-0.0893857	-0.0126735
STAR	0.2350596	0.0270043	8.7	0	0.1794432	0.290676
Ln (Asset)	0.189569	0.0829156	2.29	0.031	0.0188011	0.3603369
leverage	0.0798575	0.0306851	2.6	0.015	0.0166603	0.1430546
y2012	-0.0216615	0.0115342	-1.88	0.072	-0.0454167	0.0020937
y2013	-0.0282061	0.0187364	-1.51	0.145	-0.0667945	0.0103822
y2014	-0.0321211	0.0215073	-1.49	0.148	-0.0764162	0.0121741
y2015	-0.0153692	0.0313067	-0.49	0.628	-0.0798465	0.049108
y2016	-0.0061338	0.0309791	-0.2	0.845	-0.0699364	0.0576688
y2017	-0.026003	0.0350703	-0.74	0.465	-0.0982317	0.0462256
y2018	-0.0357031	0.0438827	-0.81	0.424	-0.1260811	0.054675
_cons	-3.873537	1.805807	-2.15	0.042	-7.592666	-0.1544074

R-sq:
within = 0.3578
between = 0.0891
overall = 0.1165

Number of obs	183
Number of groups	26

Tabella 20: Risultati regressione $Y=MOL / Fatturato$ e $X=Common Ownership$ (dummy) considerando il sottoinsieme di settori con fenomeno common ownership

4.4.3 Asset Turnover

Inizialmente le regressioni effettuate con l'Asset Turnover (Vendite / Attività) come variabile dipendente non hanno generato alcuna relazione significativa con la presenza di proprietà comune (Tabella 21). Tuttavia, con l'aggiunta di altri regressori, quali la presenza degli investitori istituzionali e l'appartenenza a gruppi societari, il risultato è sensibilmente variato.

Nel dettaglio, dopo aver inserito le variabili, il coefficiente di common ownership è diventato ulteriormente negativo con una significatività maggiore del 5%, mostrando come la proprietà comune nel contesto italiano impatti negativamente anche sull'efficienza della gestione (Tabella 22).

Asset Turnover	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
CommonOwDummy	-.1083111	.0707761	-1.53	0.132	-.2506161	.0339938
StateOW	-.1558168	.0872684	-1.79	0.081	-.3312816	.0196481
Family50	-.1662442	.164244	-1.01	0.317	-.4964789	.1639905
STAR	.5481293	.4329976	1.27	0.212	-.3224708	1418729
Ln (Asset)	-.170402	.1980385	-0.86	0.394	-.5685851	.227781
leverage	2969712	.3234438	9.18	0.000	2319384	3620039
y2012	-.0097404	.0450387	-0.22	0.830	-.1002968	.080816
y2013	-.1135721	.060555	-1.88	0.067	-.2353261	.0081819
y2014	-.1116898	.0723062	-1.54	0.129	-.2570711	.0336915
y2015	-.0872039	.0754231	-1.16	0.253	-.2388521	.0644443
y2016	-.1127341	.0905723	-1.24	0.219	-.294842	.0693738
y2017	-.2235268	.1244828	-1.80	0.079	-.4738163	.0267626
y2018	-.2075732	.1546246	-1.34	0.186	-.5184669	.1033204
_cons	2.643644	4.188955	0.63	0.531	-5.778814	11.0661

R-sq:
within = 0.8856
between = 0.1634
overall = 0.5423

Number of obs	345
Number of groups	49

Tabella 21: Risultati regressione $Y=Asset Turnover$ e $X=Common Ownership$ (dummy)

Asset Turnover	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
InvIstDummy	0.1257132	0.0631568	1.99	0.052	-0.001272	0.2526984
StateOW	-0.175289	0.0797623	-2.2	0.033	-0.3356619	-0.0149162
Family50	-0.1307085	0.1524258	-0.86	0.395	-0.4371811	0.1757642
GroupAfDummy	0.1870683	0.1288563	1.45	0.153	-0.0720146	0.4461512
CommonOwDummy	-0.1841092	0.0804622	-2.29	0.027	-0.3458892	-0.0223292
STAR	0.5258833	0.4445962	1.18	0.243	-0.3680373	1.419804
Ln (Asset)	-0.1695123	0.1876809	-0.9	0.371	-0.5468699	0.2078454
leverage	2.984244	0.3218735	9.27	0	2.337075	3.631414
y2012	0.002687	0.0421688	0.06	0.949	-0.0820991	0.0874732
y2013	-0.105671	0.0575824	-1.84	0.073	-0.2214482	0.0101062
y2014	-0.080256	0.065038	-1.23	0.223	-0.2110237	0.0505116
y2015	-0.051523	0.0677986	-0.76	0.451	-0.1878413	0.0847952
y2016	-0.0622442	0.0777186	-0.8	0.427	-0.2185079	0.0940195
y2017	-0.1736982	0.1223454	-1.42	0.162	-0.4196901	0.0722937
y2018	-0.1611341	0.156296	-1.03	0.308	-0.4753882	0.15312
_cons	2.484845	3.979282	0.62	0.535	-5.516037	10.48573

R-sq:
within = 0.8874
between = 0.1691
overall = 0.5515

Number of obs	345
Number of groups	49

Tabella 22: Risultati seconda regressione $Y=Asset\ Turnover$ e $X=Common\ Ownership$ (dummy)

4.4.4 Indice di Indipendenza Finanziaria

La regressione con l'IIF (PN / Attività tot) come variabile dipendente ha messo in luce una relazione significativa al 10% con la presenza di proprietà comune. Come mostrato nella *Tabella 23*, il coefficiente negativo fa emergere un utilizzo maggiore del debito nelle imprese con common ownership. Inoltre, in linea con le precedenti regressioni, sono state effettuate ulteriori analisi con l'aggiunta di altri regressori (presenza degli investitori istituzionali e l'appartenenza ad un gruppo) che hanno ulteriormente accentuato l'effetto descritto (*Tabella 24*).

IIF	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
CommonOwDummy	-0.033963	0.0185567	-1.83	0.073	-0.071255	0.0033277
StateOW	-0.088343	0.0271033	-3.26	0.002	-0.142809	-0.033877
Family50	-0.017163	0.0437551	-0.39	0.697	-0.105092	0.0707666
STAR	0.1246624	0.1104344	1.13	0.264	-0.097264	0.3465886
Ln (Asset)	-0.058528	0.0632435	-0.93	0.359	-0.185621	0.0685647
leverage	-0.130662	0.1063067	-1.23	0.225	-0.344293	0.0829697
y2012	-0.023138	0.0134222	-1.72	0.091	-0.050111	0.003835
y2013	-0.034542	0.0172171	-2.01	0.05	-0.069141	0.000057
y2014	-0.017771	0.0208332	-0.85	0.398	-0.059636	0.0240953
y2015	-0.000646	0.0187387	-0.03	0.973	-0.038303	0.0370108
y2016	-0.002117	0.0250942	-0.08	0.933	-0.052546	0.0483114
y2017	-0.025719	0.0352826	-0.73	0.47	-0.096622	0.0451845
y2018	-0.031151	0.0424875	-0.73	0.467	-0.116533	0.0542309
_cons	1.726571	1.342573	1.29	0.204	-0.97143	4.424573

R-sq:
within = 0.1600
between = 0.1136
overall = 0.0949

Number of obs	351
Number of groups	50

Tabella 23: Risultati regressione $Y=Asset$ Turnover e $X=Common$ Ownership (dummy)

IIF	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
CommonOwDummy	-0.049815	0.022047	-2.26	0.028	-0.09412	-0.00551
GroupAfDummy	0.0440583	0.0278395	1.58	0.12	-0.011887	0.1000039
InvIstDummy	0.0237368	0.0185674	1.28	0.207	-0.013576	0.0610494
StateOW	-0.091322	0.0255184	-3.58	0.001	-0.142603	-0.040041
Family50	-0.010567	0.0422223	-0.25	0.803	-0.095416	0.0742822
STAR	0.1205987	0.1136305	1.06	0.294	-0.10775	0.3489477
Ln (Asset)	-0.058193	0.0622007	-0.94	0.354	-0.18319	0.0668039
leverage	-0.127811	0.1060735	-1.2	0.234	-0.340973	0.0853521
y2012	-0.020642	0.0127678	-1.62	0.112	-0.046299	0.0050163
y2013	-0.032831	0.016732	-1.96	0.055	-0.066456	0.0007929
y2014	-0.01159	0.019222	-0.6	0.549	-0.050217	0.0270385
y2015	0.0062499	0.0173644	0.36	0.72	-0.028645	0.041145
y2016	0.0072335	0.0223689	0.32	0.748	-0.037719	0.0521856
y2017	-0.016498	0.0356342	-0.46	0.645	-0.088108	0.0551116
y2018	-0.022609	0.0439633	-0.51	0.609	-0.110956	0.0657391
_cons	1.692507	1.321467	1.28	0.206	-0.96308	4.348094

R-sq:
within = 0.1662
between = 0.1226
overall = 0.1040

Number of obs	351
Number of groups	50

Tabella 24: Risultati seconda regressione $Y=IIF$ e $X=Common$ Ownership (dummy)

4.5 Risultati della regressione sulle banche

In questa sezione viene posta l'attenzione sul settore bancario italiano. Alla luce di quanto detto nel Capitolo 1, la proprietà comune nelle banche potrebbe avere effetti anticoncorrenziali con conseguenze notevoli dal punto di vista finanziario.

Tuttavia, le prove empiriche trovate in questo articolo non supportano questa ipotesi in quanto non vengono riscontrate relazioni significative tra proprietà comune e performance degli istituti analizzati. Nel campione bancario preso in analisi, la proprietà comune è presente in molti anni e per diversi istituti, ma analizzando i dati nello specifico non sono risultate delle relazioni significative e consistenti. Il risultato è comunque coerente con lo studio *The Effect of Common Ownership on Profits: Evidence From the U.S. Banking Industry* condotto da Jacob Gramlich and Serafin Grundl, i quali affermano che non ci sono prove concrete di effetti economici della proprietà comune sui profitti del settore bancario.

Dall'altro lato, risultano comunque esserci delle relazioni significative tra gli indici di performance bancari e la presenza degli investitori istituzionali (o la quota di proprietà degli stessi) e tra gli indici di performance e l'appartenenza ad un gruppo. Nel dettaglio, di seguito vengono mostrati i risultati ottenuti:

- Relazione negativa (-.0639364) con significatività maggiore dello 0,01 tra il ROA e la quota di proprietà degli investitori istituzionali;
- Relazione negativa (-1.214016) con significatività maggiore dello 0,01 tra il ROE e la quota di proprietà degli investitori istituzionali;
- Relazione positiva (1.3116959) con significatività maggiore dello 0,05 tra il rapporto MINT/MI (margine di intermediazione su margine di interesse) e l'appartenenza ad un gruppo (group affiliation).

I risultati del secondo panel preso in analisi mostrano quindi un impatto prevalentemente negativo della proprietà degli investitori istituzionali con le performance degli istituti bancari. In questo caso si può ipotizzare che gli investitori istituzionali, essendo "risk averse", abbiano limitato le operazioni ad alto rischio ma allo stesso tempo molto redditizie generando quindi entrate minori per le banche. In aggiunta, si potrebbe ipotizzare che l'effetto negativo sia dovuto ad un ulteriore comportamento tipico degli investitori istituzionali. Questi ultimi, infatti, spesso acquisiscono azioni di imprese o

istituti bancari che performano male con l'obiettivo di portare ad una crescita ed un miglioramento del titolo nel lungo periodo (che presumibilmente avverrà in futuro o che potrebbe non avvenire).

La relazione positiva tra group affiliation e il rapporto MINT/MI mostra invece come i gruppi bancari spingano verso ricavi da dividendi, da servizi o da altre operazioni finanziarie diverse dalla classica attività creditizia.

Vengono riportati nelle seguenti tabelle (Tabella 25, Tabella 26 e Tabella 27) gli output delle regressioni esposte in precedenza.

ROA	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
CommonOwDummy	-.0005191	.0015219	-0.34	0.737	-.0037044	.0026662
GroupAfDummy	-.00679	.0039196	-1.73	0.099	-.0149938	.0014137
QUOTA INV. IST.	-.0639364	.0168925	-3.78	0.001	-.0992928	-.0285799
STAR	0	(omitted)				
LEVERAGE	-.1152246	.0747517	-1.54	0.140	-.2716817	.0412325
Ln (Asset)	.0140424	.0086969	1.61	0.123	-.0041603	.0322452
Family50	-.00087	.0021869	-0.40	0.695	-.0054472	.0037072
y2012	.000773	.0042389	0.18	0.857	-.0080992	.0096451
y2013	-.0040065	.0054472	-0.74	0.471	-.0154076	.0073947
y2014	-.0011884	.00327	-0.36	0.720	-.0080326	.0056558
y2015	.0038797	.0044873	0.86	0.398	-.0055122	.0132716
y2016	-.0038506	.0040373	-0.95	0.352	-.0123008	.0045996
y2017	.0008939	.0050124	0.18	0.860	-.0095972	.0113851
y2018	-.0004032	.0054749	-0.07	0.942	-.0118622	.0110558
_cons	-.2206617	.160326	-1.38	0.185	-.5562278	.1149044

R-sq:
within = 0.4130
between = 0.0976
overall = 0.0148

Number of obs	137
Number of groups	20

Tabella 25: Risultati regressione sugli istituti bancari con Y=ROA

ROE	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
CommonOwDummy	.0517929	.0431354	1.20	0.245	-.0384904	.1420763
GroupAfDummy	-.0927938	.0935539	-0.99	0.334	-.2886044	.1030168
QUOTA INV. IST.	-1.214016	.3579422	-3.39	0.003	-1.963198	-.4648347
STAR	0	(omitted)				
LEVERAGE	-1.234461	1.365805	-0.90	0.377	-4.093123	1.624201
Ln (Asset)	.1631734	.1258414	1.30	0.210	-.1002156	.4265624
Family50	-.0197999	.041596	-0.48	0.639	-.1068613	.0672616
y2012	-.0035727	.0462575	-0.08	0.939	-.1003907	.0932453
y2013	-.0784938	.0893065	-0.88	0.390	-.2654146	.1084269
y2014	-.0726905	.0519074	-1.40	0.178	-.181334	.035953
y2015	.0372895	.0716735	0.52	0.609	-.112725	.1873039
y2016	-.08632	.0541725	-1.59	0.128	-.1997043	.0270642
y2017	-.0131629	.067161	-0.20	0.847	-.1537325	.1274066
y2018	-.0153473	.0885903	-0.17	0.864	-.2007689	.1700744
_cons	-2.607067	2.396276	-1.09	0.290	-7.62253	2.40840

R-sq:
within = 0.2225
between = 0.0962
overall = 0.0208

Number of obs	137
Number of groups	20

Tabella 26: Risultati regressione sugli istituti bancari con Y=ROE

MINT/MI	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
CommonOwDummy	-3.627339	3.435422	-1.06	0.304	-10.81776	3.56308
GroupAfDummy	1.316959	.5029326	2.62	0.017	.2643093	2.36961
InvlstDummy	1.700272	1.856957	0.92	0.371	-2.18638	5.58693
STAR	0.000000	(omitted)				
LEVERAGE	6.003188	6.728427	0.89	0.383	-8.07957	20.08595
Ln (Asset)	-1.039967	1.085166	-0.96	0.350	-3.31125	1.23131
Family50	-.5437957	1.117630	-0.49	0.632	-2.88302	1.79543
y2012	-1.668136	1.693458	-0.99	0.337	-5.21258	1.87631
y2013	.0753683	.5762641	0.13	0.897	-1.13077	1.28150
y2014	.408403	.6902113	0.59	0.561	-1.03623	1.85303
y2015	-1.930530	3.044639	-0.63	0.534	-8.30303	4.44197
y2016	.4773642	.6561961	0.73	0.476	-.8960702	1.85080
y2017	.9023774	1.012235	0.89	0.384	-1.21625	3.02101
y2018	.4676546	1.279258	0.37	0.719	-2.20986	3.14517
_cons	21.46986	25.23337	0.85	0.405	-31.34419	74.28391

R-sq:
within = 0.1470
between = 0.0279
overall = 0.0801

Number of obs	137
Number of groups	20

Tabella 27: Risultati regressione sugli istituti bancari con Y= MINT/MI

CONCLUSIONI

Questo studio si propone di fornire evidenza degli aspetti e delle implicazioni della proprietà comune da parte degli investitori istituzionali. In particolare, mira ad affrontare i possibili impatti di questo fenomeno nella competizione tra imprese. Lo studio mostra innanzitutto la diversità di comportamento degli investitori istituzionali rispetto a quello dei singoli azionisti, fornendo numerose evidenze di come le strategie e gli obiettivi siano completamente diversi nei due diversi shareholder. Questo lavoro cerca di rimanere imparziale dando una visione complessiva della proprietà comune, mostrando al contempo sia lavori che confermano l'impatto del fenomeno sulla concorrenza, sia studi che confutano tali ipotesi. In effetti, la letteratura a riguardo è ancora in una fase prematura e solo in alcuni casi gli studiosi sono riusciti a fornire prove inconfutabili circa gli effetti causati dalla common ownership nei diversi settori. Allo stesso tempo, anche i metodi di misurazione degli effetti sono stati spesso oggetto di critica e, per questo, si è cercato di riportare il più chiaramente possibile tutte le metodologie maggiormente utilizzate.

Dopo aver fornito una panoramica delle evidenze sulla proprietà comune, è stata posta l'attenzione sul contesto italiano per verificare la presenza del fenomeno e la relativa influenza. A tale proposito sono stati effettuati due macro-gruppi di regressioni, il primo su un campione di aziende ed il secondo su un dataset di istituti bancari. Come primo risultato dell'analisi svolta, è stata riscontrata la presenza di common ownership nel settore bancario e in altri cinque settori industriali (Petrolio e GAS naturale; Servizi Pubblici; Telecomunicazioni; Salute; Moda, Prodotti per la Casa e per la Persona). È stata quindi condotta una verifica econometrica, tramite un modello di stima con effetti fissi ed effetti temporali, che ha permesso di evidenziare un effetto negativo del fenomeno sulle performance delle imprese italiane. Considerando che la maggior parte degli investitori istituzionali presenti nell'azionariato delle società italiane analizzate proviene dall'estero, è possibile ipotizzare come la proprietà comune non sia limitata al solo contesto italiano. Infatti, si ritiene molto probabile che questi ultimi possano avere nei loro portafogli anche altre imprese estere operanti negli stessi settori. In tal senso, i proprietari istituzionali potrebbero aver spinto per una concorrenza globale attenuata che ha sfavorito nel complesso le imprese italiane. Nel dettaglio, sono emerse delle relazioni negative e statisticamente significative tra la presenza del fenomeno common ownership e alcune misure di performance quali ROA, Asset Turnover e Redditività del Fatturato. Inoltre,

tramite la regressione con l'Indice di Indipendenza Finanziaria, viene messo in luce un utilizzo maggiore del debito nelle imprese con proprietà comune. In merito ai risultati delle regressioni sulle banche, purtroppo non vengono riscontrate relazioni significative tra proprietà comune e performance degli istituti bancari analizzati. Tuttavia, sono state comunque riscontrate delle relazioni significative tra alcuni indici di performance bancari e la presenza degli investitori istituzionali (o la quota di proprietà degli stessi) e tra gli indici di performance e la presenza di gruppi bancari.

Ulteriori sviluppi di questo studio potrebbero essere raggiunti investigando gli effetti della proprietà comune in relazione alle diverse tipologie di investitori istituzionali. In aggiunta, si potrebbe anche verificare l'esistenza di una correlazione tra il fenomeno e le operazioni di mergers and acquisitions (M&A) avvenute in Italia negli ultimi anni. In conclusione, con questa tesi si forniscono delle prime evidenze sulla proprietà comune nel contesto italiano, sulla scia dei lavori esteri esposti nei precedenti capitoli. Considerando la continua crescita delle quote di proprietà degli investitori istituzionali e la presenza sempre più consistente di common ownership in diversi settori, si ritiene altamente probabile che in futuro verranno alla luce ulteriori evidenze del fenomeno in grado di sciogliere i dubbi emersi nella letteratura economica attuale.

BIBLIOGRAFIA

Alvaro S., Maugeri M., Strampelli G., *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, Quaderni giuridici, CONSOB, gennaio 2019

Antón M., Azar J., Giné M., Lin L., *Acquisitions, Common Ownership, and the Cournot Merger Paradox*, January 18, 2019

Antón M., Azar J., Giné M., Lin L., *Beyond the Target: M&A Decisions and Rival Ownership*, First Draft: August 18, 2018, This Draft: November 27, 2019

Antón M., Ederer F., Giné M., Schmalz M., *Common Ownership, Competition, And Top Management Incentives*, July 2016 Revised October 2017

Antón M., Ederer F., Giné M., Schmalz M., *Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives*, Finance Working Paper N° 511/2017 June 2018

Antón M., Polk C., *Connected Stocks*, The Journal of Finance Vol. LXIX, No. 3, June 2014

Azar J., Raina S., Schmalz M., *Ultimate Ownership and Bank Competition*, May 4, 2019

Azar J., Schmalz M., Tecu I., *Anti-Competitive Effects of Common Ownership*, Working Paper WP-1169-E, March 2017, IESE Business School – University of Navarra

Azar J., Schmalz M., Tecu I., *Internet Appendix for “Anticompetitive Effects of Common Ownership”*

Backus M., Colon C., Sinkinson M., *Common Ownership in America: 1980-2017*, Nber Working Paper Series, National Bureau of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 January 2019

Backus M., Colon C., Sinkinson M., *Mark-Ups and Common Ownership: An IO Perspective*, Theory and Measurement of Common Ownership

Brander J., Poitevin M., *Managerial Compensation and the Agency Costs of Debt Finance*, MANAGERIAL AND DECISION ECONOMICS, VOL. 13, 55-64 (1992)

Brooks C., Chen Z., Zeng Y., *Institutional Cross-ownership and Corporate Strategy: The Case of Mergers and Acquisitions*, May 7, 2016

Burnside A., Kidane A., *Common ownership: an EU perspective*, Journal of Antitrust Enforcement, 2020, 0, 1–55

Capobianco A., *Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 2017

CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2019

De Haas S., Paha J., *Non-Controlling Minority Shareholdings and Collusion*, Review of Industrial Organization, 2020

Dennis P., Gerardi K., Schenone C., *Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry*, Working Paper 2019-15 July 2019

Dennis P., Gerardi K., Schenone C., *Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry*, June 25, 2020

Dewayanto T., Rahmawati, Suhardjanto D., *Institutional Ownership, Blockholder Ownership, and the Board's Tenure to Disclosure of Corporate Governance*, *Ekulibrium: Jurnal Ilmiah Bidang Ilmu Ekonomi* Vol. 15, No. 1 (2020): March, pp. 83-90

Edmans A., Levit D., Reilly D., *Governance and Comovement Under Common Ownership*, Working Paper 20420, National Bureau of Economic Research, August 2014

Edmans A., Levit D., Reilly D., *Governance Under Common Ownership*, Finance Working Paper N° 437/2014 August 2018

Elhauge E., *How Horizontal Shareholding Harms Our Economy—And Why Antitrust Law Can Fix It*, April 9, 2020, 10 Harvard Business Law Review Issue 2

European Commission DG Competition, Case M.7932 – *Dow/Dupont*, *Merger Procedure Regulation* (EC) 139/2004

European Commission DG Competition, Case M.8084 – *Bayer/Monsanto*, *Merger Procedure Regulation* (EC) 139/2004

Fender I., *Gestione istituzionale di portafogli: tendenze, incentivi e implicazioni per l'efficienza di mercato*, settembre 2003

Gilje E., Gormley T., Levit D., *Who's Paying Attention? Measuring Common Ownership and Its Impact on Managerial Incentives*, Finance Working Paper N° 568/2018 July 2018

Gramlich J., Grundl S., *Estimating the Competitive Effects of Common Ownership*, *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board*, Washington, D.C., 2017

Harford J., Jenter D., Li K., *Institutional cross-holdings and their effect on acquisition decisions*, *Journal of Financial Economics* 99 (2011)

He J., Huang J., *Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings*, *The Review of Financial Studies*, Volume 30, Issue 8, August 2017

Hill J., *The Conundrum of Common Ownership*, Law Working Paper N° 500/2020 April 2020

Hope O., *Large shareholders and accounting research*, *China Journal of Accounting Research* 6 (2013) 3–20

Irani M., Yang W., Zhang F., *Common Ownership and Competition in Mergers and Acquisitions*, *SSRN Electronic Journal* · January 2019

Jensen M., Murphy K., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, The Journal of Political Economy, Vol 98, No. 2, 1990

Jensen M., Ruback R., *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, Journal of Financial Economics 11 (1983)

Kennedy P., O'Brien D., Song M., Waehrer K., *The Competitive Effects of Common Ownership: Economic Foundations and Empirical Evidence*, July 2017

Koch A., Panayides M., Thomas S., *Common Ownership and Competition in Product Markets*, Forthcoming, Journal of Financial Economics, February 6, 2020

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Investor protection and corporate governance*, Journal of Financial Economics 58 (2000) 3}27

Lewellen K., Lowry M., *Does common ownership really increase firm coordination?*, November 2018

Marinovic I., Varas F., *Dynamic Blockholder Incentives: Liquidity and Reputation*, November 25, 2019

Milosevic D., *A survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, October 2015

Molina H., *Executive compensation and capital structure: The effects of convertible debt and straight debt on CEO pay*, Sauder School of Business, The University of British Columbia

O'Brien D., Waehrer K., *The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less Than We Think*, February 22, 2017

Ojeda W., *Common Ownership in the Loan Market*, January 11, 2019

Posner E., Morton F., Weyl G., *A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors*, March 22, 2017

Raith M., *Competition, Risk, and Managerial Incentives*, The American Economic Review, September 2003

Rossi S., *Idee per il futuro del sistema finanziario italiano*, 23 settembre 2017

Salop S., O'Brien D., *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, 67 Antitrust L.J. 559-614 (2000)

Schmalz M., *Common-Ownership Concentration and Corporate Conduct*, Annual Review of Financial Economics, 2018

Sesto Report Annuale, Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l'anno 2018, a cura del Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali

Shleifer A., Vishny R., *Large Shareholders and Corporate Control*, The Journal of Political Economy, Vol 94, No. 31, 1986

Shleifer A., Vishny W., *A survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, June 1997

Shy O., Stenbacka R., *Common Ownership, Institutional Investors, and Welfare*, December 3, 2019

Trivieri F., *Does cross-ownership affect competition? Evidence from the Italian banking industry*, Int. Fin. Markets, Inst. and Money 17 (2007) 79–101

U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission, *Horizontal Merger Guidelines*, August 19, 2010

Wang H., Plagge J., Rowley Jr., Aliaga-Diaz R., *Common ownership and industry profitability: A crossindustry view*, August 14, 2019

Zingales L., *Corporate Governance forthcoming in The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1997

ALLEGATI

ALLEGATO 1

Azienda	Anno	Investitori istituzionali	Quota	Azienda affiliata
SOL SPA	2011	BESTINVER GESTION SGIIC SA	5.0500	
		TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC	7.3460	
		SIREFID SPA SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA	7.4970	
	2012	BESTINVER GESTION SGIIC SA	7.5450	
		TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC	7.3460	
		SIREFID SPA SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA	7.4970	
	2013	BESTINVER GESTION SGIIC SA	10.1010	
		TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC	7.3460	
		SIREFID SPA SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA	7.4970	
	2014	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS GMBH	5.0720	
		J O HAMBRO CAPITAL MANAGEMENT LIMITED	5.0720	
		TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC	7.3460	
		SIREFID SPA SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA	7.4970	
	2015	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS GMBH	5.0720	
		J O HAMBRO CAPITAL MANAGEMENT LIMITED	5.0720	
		TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC	7.3460	
		SIREFID SPA SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA	7.4970	
	2016	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS GMBH	5.0720	
		J O HAMBRO CAPITAL MANAGEMENT LIMITED	5.0720	
		TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC	7.3460	
SIREFID SPA SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA		7.4970		

	2017	AZVALOR ASSET MANAGEMENT SGIIC SA	3.7880	
		J O HAMBRO CAPITAL MANAGEMENT LIMITED	5.0720	
		TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC	7.3460	
		SIREFID SPA SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA	7.4970	
	2018	AZVALOR ASSET MANAGEMENT SGIIC SA	5.1780	
		J O HAMBRO CAPITAL MANAGEMENT LIMITED	5.0720	
		TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC	7.3460	
		SIREFID SPA SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA	7.4970	
ISAGRO SPA	2011	SYMPHONIA SICAV	2.0940	
		PHYTEUROP SA	2.7920	
	2012	SYMPHONIA SICAV	3.4600	
		PHYTEUROP SA	2.7920	
	2013	PHYTEUROP SA	2.7920	
	2014	PHYTEUROP SA	2.7920	
	2015	PHYTEUROP SA	2.7920	
	2016		0.0000	
	2017		0.0000	
	2018		0.0000	
SAIPEM SPA	2011	FMR LLC	3.4500	
		BLACKROCK INC.	2.8150	
		FIL LIMITED	2.0160	
		CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY	4.9080	
			0.0000	ENI SPA
	2012	FIL LIMITED	2.6410	
			0.0000	ENI SPA
	2013	MASSACHUSETTS FINANCIAL SERVICES COMPANY	2.0160	
			0.0000	ENI SPA
	2014	DODGE & COX	5.04500	
		PEOPLE'S BANK OF CHINA	2.02700	
			0.0000	ENI SPA
2015	DODGE & COX	11.60000		

		PEOPLE'S BANK OF CHINA	2.03500	
			0.0000	ENI SPA
	2016	DODGE & COX	6.42600	
			0.0000	ENI SPA
	2017	DODGE & COX	6.42600	
			0.0000	ENI SPA
	2018	DODGE & COX	5.69000	
			0.0000	ENI SPA
ENI SPA	2011	BLACKROCK INC.	2.68100	
			0.0000	
	2012		0.00000	
	2013		0	
	2014	PEOPLE'S BANK OF CHINA	2.102	
	2015	PEOPLE'S BANK OF CHINA	2.102	
	2016		0	
	2017		0	
	2018		0	
SNAM SPA	2011		0	ENI SPA
	2012		0	ENI SPA
	2013		0	ENI SPA
	2014		0	ENI SPA
	2015		0	ENI SPA
	2016		0	
	2017	BLACKROCK INC.	4.999	
	2018		0	
ITALGAS SPA	2016		0	SNAM SPA
	2017		0	SNAM SPA
		LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC	5.038	
	2018		0	SNAM SPA
		LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC	5.038	

SARAS SPA	2011	THE BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION	2.081		
		ASSICURAZIONI GENERALI SPA	3.086		
	2012	THE BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION	2.081		
		ASSICURAZIONI GENERALI SPA	3.086		
	2013	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	2.26		
	2014	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	2.234		
	2015				
	2016				
	2017				
2018		NORGES BANK	3.191		
INTEK GROUP SPA	2012	QUATTRODUEHOLDING BV	45.749		
	2013	QUATTRODUEHOLDING BV	45.749		
	2014	QUATTRODUEHOLDING BV	45.749		
	2015	QUATTRODUEHOLDING BV	45.749		
	2016	QUATTRODUEHOLDING BV	45.749		
	2017	QUATTRODUEHOLDING BV	46.97		
	2018	QUATTRODUEHOLDING BV	61.66		
ASTALDI SPA	2011	PICTET ASSET MANAGEMENT LTD	2.057		
		ODIN FORVALTNING AS	4.906		
	2012	PICTET ASSET MANAGEMENT LTD	2.099		
		ODIN FORVALTNING AS	4.906		
	2013	PICTET ASSET MANAGEMENT LTD	2.099		
		ODIN FORVALTNING AS	4.906		
			NORGES BANK	2.152	
			FMR LLC	2.031	
	2014	PICTET ASSET MANAGEMENT LTD	2.099		
		UBS GROUP AG	4.762		
			PIONEER ASSET MANAGEMENT SA	5.071	
			FMR LLC	2.031	
	2015		NORGES BANK	2.047	
			FMR LLC	5.232	

	2016	FMR LLC	9.784	
	2017	FMR LLC	7.131	
	2018	FMR LLC	4.295	
BUZZI UNICEM SPA	2011	UBS GROUP AG	2.928	
		PLATINUM INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED	2.022	
	2012			
	2013	MARKETFIELD ASSET MANAGEMENT LLC	5.307	
	2014	GREENLIGHT CAPITAL INC	2.11	
		ASSICURAZIONI GENERALI SPA	2.003	
	2015	GREENLIGHT CAPITAL INC	2.11	
	2016			
	2017			
	2018			
WEBUILD SPA	2012	UBS GROUP AG	2.502	
		AMBER CAPITAL LP	5.096	
	2013			
	2014			
	2015	UBS GROUP AG	2.014	
	2016			
	2017			
	2018			
TREVI - FINANZIARIA INDUSTRIALE SPA	2011	POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC	5.162	
		OPPENHEIMERFUNDS INC.	5.082	
	2012	OPPENHEIMERFUNDS INC.	12.173	
		HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED	2.105	
		POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC	5.162	
	2013	OPPENHEIMERFUNDS INC.	14.984	
		HENDERSON GLOBAL INVESTORS LIMITED	2.105	
		POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC	5.162	
2014	OPPENHEIMERFUNDS INC.	14.984		
	POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC	10.007		

	2015	POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC	10.007	
	2016	POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC	10.007	
	2017	POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC	10.007	
	2018	POLARIS CAPITAL MANAGEMENT LLC	10.007	
ITALCEMENTI SPA	2011	FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC	2.22	
	2012	FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC	2.22	
	2013	FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC	2.22	
	2014	FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC	9.814	
	2015	FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC	8.41	
HERA	2011	LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC	2.013	
	2012			
	2013			
	2014			
	2015			
	2016			
	2017			
	2018			
IREN	2011	INTESA SANPAOLO SPA	3.062	
	2012	INTESA SANPAOLO SPA	2.969	
	2013	INTESA SANPAOLO SPA	2.969	
	2014	INTESA SANPAOLO SPA	2.969	
		NORGES BANK	2.02	
	2015	INTESA SANPAOLO SPA	2.532	
		NORGES BANK	2.02	
	2016			
	2017			
2018				
TERNA SPA	2011		0	ENEL SPA
		BLACKROCK INC.	2.191	
	2012	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	2.002	
	2013	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	2.026	

	2014			
	2015	LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC	5.064	
	2016	LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC	5.122	
	2017	LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC	5.122	
	2018	LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC	5.122	
ENEL SPA	2011	BLACKROCK INC.	2.737	
	2012			
	2013			
	2014	PEOPLE'S BANK OF CHINA	2.071	
	2015	NORGES BANK	2.018	
	2016	BLACKROCK INC.	5.049	
	2017	BLACKROCK INC.	5.615	
	2018			
ACEA	2013	NORGES BANK	2.02	
	2014	NORGES BANK	2.02	
	2015	NORGES BANK	2.02	
	2016			
	2017			
	2018			
ERG SPA	2011	TRADEWINDS GLOBAL INVESTORS LLC	10.006	
		GENERALI INVESTMENTS ITALY SGR	2.228	
	2012	TRADEWINDS GLOBAL INVESTORS LLC	4.959	
	2013	NORGES BANK	2.033	
	2014			
	2015			
	2016	UNICREDIT SPA	4.078	
	2017	UNICREDIT SPA	4.078	
2018				
LA DORIA SPA	2011			
	2012			
	2013	ALBEMARLE ASSET MANAGEMENT LIMITED	2.92	

	2014			
	2015			
	2016	INDUMENTA PUERI SL	5.029	
		KEMPEN CAPITAL MANAGEMENT N.V	5.002	
	2017	GLOBAL PORTFOLIO INVESTMENT SL	5.351	
	2018	GLOBAL PORTFOLIO INVESTMENT SL	5.351	
		KEMPEN CAPITAL MANAGEMENT N.V	5.002	
RETELIT	2011	SIIT - SOCIETÀ ITALIANA INVESTIMENTI TECNOLOGICI SRL	11.412	
	2012	SIIT - SOCIETÀ ITALIANA INVESTIMENTI TECNOLOGICI SRL	11.412	
	2013	HIIT - HOLDING ITALIANA INVESTIMENTI TECNOLOGICI SPA	4.945	
	2014			
	2015			
	2016			
	2017	AXXION SA	5.678	
	2018	AXXION SA	5.678	
INFRASTRUTTURE WIRELESS ITALIANE SPA	2015		0	TELECOM ITALIA SPA
		THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD	5.182	
	2016		0	TELECOM ITALIA SPA
		THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD	5.182	
	2017		0	TELECOM ITALIA SPA
	2018		0	TELECOM ITALIA SPA
THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD		5.008		
ACOTEL GROUP SPA	2011	INTESA SANPAOLO SPA	4.791	
	2012	INTESA SANPAOLO SPA	4.791	
	2013	INTESA SANPAOLO SPA	4.791	
	2014	INTESA SANPAOLO SPA	4.791	
	2015			
	2016			
	2017			
	2018			
TELECOM SPA	2011	BLACKROCK INC.	2.893	

		ALLIANCEBERNSTEIN LP	2.069	
	2012			
	2013	BLACKROCK INC.	7.789	
	2014	PEOPLE'S BANK OF CHINA	2.081	
	2015	JP MORGAN CHASE & CO. CORPORATION	4.515	
		PEOPLE'S BANK OF CHINA	2.081	
	2016			
	2017			
	2018	ELLIOTT INTERNATIONAL LP	8.847	
RAI WAY SPA	2015	BLACKROCK INC.	5.184	
		ARTEMIS INVESTMENT MANAGEMENT LLP	5.04	
	2016	BLACKROCK INC.	5.006	
		ARTEMIS INVESTMENT MANAGEMENT LLP	5.04	
	2017	BLACKROCK INC.	5.006	
		ARTEMIS INVESTMENT MANAGEMENT LLP	5.04	
2018	BLACKROCK INC.	5.006		
	ARTEMIS INVESTMENT MANAGEMENT LLP	10.024		
EI TOWERS SPA	2012	PERMIAN INVESTMENT PARTNERS LP	3.266	
		OCTAVIAN ADVISORS LP	4.136	
	2013	NORGES BANK	2.01	
		OCTAVIAN ADVISORS LP	4.136	
	2014	AMBER CAPITAL UK LLP	2.018	
		THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD	2.019	
		BLACKROCK INC.	10.252	
	2015	BLACKROCK INC.	9.961	
		THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD	9.124	
		OCTAVIAN ADVISORS LP	4.136	
	2016	BLACKROCK INC.	10.249	
		AMBER CAPITAL UK LLP	6.538	
ARTEMIS INVESTMENT MANAGEMENT LLP		5.026		
THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD		9.124		

	2017	ARTEMIS INVESTMENT MANAGEMENT LLP	5.026	
		THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD	9.124	
		BLACKROCK INC.	9.959	
TISCALI	2011	IGNIS INVESTMENT SERVICES LTD	4.884	
	2012		0	
	2013		0	
	2014		0	
	2015	OTKRITIE DISCIPLINED EQUITY FUND	22.478	
	2016	OTKRITIE DISCIPLINED EQUITY FUND	17.081	
	2017	SOVA DISCIPLINED EQUITY FUND	17.081	
	2018		0	
EXPRIVIA	2011		0	
	2012		0	
	2013		0	
	2014		0	
	2015		0	
	2016		0	
	2017		0	
	2018		0	
ITWAY	2011		0	
	2012		0	
	2013		0	
	2014		0	
	2015		0	
	2016		0	
PITECO SPA	2018		0	
REPLY SPA	2011	HIGHCLERE INTERNATIONAL INVESTORS LLP	3.608	
		KAIROS PARTNERS SGR	4.832	
		ANIMA SGR SPA	3.129	
	2012	HIGHCLERE INTERNATIONAL INVESTORS LLP	3.608	
	2013	JP MORGAN ASSET MANAGEMENT	2.037	

	2014	GMT CAPITAL CORP	5.05	
	2015	GMT CAPITAL CORP	5.05	
	2016			
	2017	NORGES BANK	4.061	
	2018	ELEVA CAPITAL	3.198	
SESA SPA	2013	NORGES BANK	2.357	
	2014	NORGES BANK	2.357	
		FRANKLIN TEMPLETON	6.379	
	2015	NORGES BANK	2.357	
		FRANKLIN TEMPLETON	6.379	
	2016	FRANKLIN TEMPLETON	7.91	
	2017			
2018				
RECORDATI SPA	2011	SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT	2.002	
		FMR LLC	2.156	
		BLACKROCK INC.	2.01	
	2012	FMR LLC	3.496	
		SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT	2.002	
	2013	FMR LLC	3.496	
		SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT	2.002	
	2014	FMR LLC	3.395	
		SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT	2.002	
	2015	FMR LLC	3.395	
2016	FMR LLC	4.046		
2017				
2018	FMR LLC	4.042		
DIASORIN SPA	2011	BLACKROCK INC.	2.004	
		THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD	2.023	
	2012	OPPENHEIMERFUNDS INC.	2.968	
		ZADIG GESTION SA	2.934	
		THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD	2.023	

	2013	THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD	2.023	
		OPPENHEIMERFUNDS INC.	6.479	
	2014	THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD	2.023	
		OPPENHEIMERFUNDS INC.	6.479	
		NORGES BANK	2.142	
	2015			
	2016			
	2017			
2018				
AMPLIFON SPA	2011	FMR LLC	2.019	
		NEWTON INVESTMENT MANAGEMENT LTD	2.1	
		ALLIANZ GLOBAL INVESTORS	2.945	
	2012	FMR LLC	4.994	
	2013	FMR LLC	5.136	
		FIL LIMITED	2.011	
	2014	FMR LLC	5.136	
	2015	FMR LLC	5.136	
	2016	FMR LLC	4.918	
	2017			
2018				
FIAT SPA	2011	BLACKROCK INC.	2.83	
	2012	VANGUARD INTERNATIONAL GROWTH FOUND	2.006	
		BAILLIE GIFFORD E CO.	2.641	
	2013	VANGUARD INTERNATIONAL GROWTH FOUND	2.006	
		BAILLIE GIFFORD E CO.	2.641	
	2014	VANGUARD INTERNATIONAL GROWTH FOUND	2.006	
		BAILLIE GIFFORD E CO.	2.641	
	PEOPLE'S BANK OF CHINA	2.001		
BREMBO SPA	2011	GAMCO INVESTORS INC.	2.343	
		GOODMAN E COMPANY INVESTMENT COUNSEL LTD	2.483	
	2012	GAMCO INVESTORS INC.	2.343	

		GOODMAN E COMPANY INVESTMENT COUNSEL LTD	2.483	
	2013	GAMCO INVESTORS INC.	2.343	
		GOODMAN E COMPANY INVESTMENT COUNSEL LTD	2.483	
	2014	GAMCO INVESTORS INC.	2.343	
		GOODMAN E COMPANY INVESTMENT COUNSEL LTD	2.483	
	2015	GAMCO INVESTORS INC.	2.343	
		GOODMAN E COMPANY INVESTMENT COUNSEL LTD	2.483	
	2016			
	2017			
	2018			
SOGEFI SPA	2011			
	2012	HIGHCLERE INTERNATIONAL INVESTORS LLP	2.139	
	2013	JP MORGAN ASSET MANAGEMENT	2.002	
	2014	HIGHCLERE INTERNATIONAL INVESTORS LLP	2.058	
		FIL LIMITED	2.019	
	2015	HIGHCLERE INTERNATIONAL INVESTORS LLP	2.058	
		FIL LIMITED	2.019	
	2016			
2018				
PIRELLI e C. SPA	2011	MEDIOBANCA SPA	3.954	
		ALLIANZ SE	4.52	
		ASSICURAZIONI GENERALI SPA	5.469	
	2012	MEDIOBANCA SPA	3.954	
		ALLIANZ SE	4.52	
		ASSICURAZIONI GENERALI SPA	4.959	
		RUANE CUNNIF E GOLDFARB INC.	2.356	
	2013	MEDIOBANCA SPA	3.954	
		HARBOR INTERNATIONAL FOUND	3.944	
		RUANE CUNNIF E GOLDFARB INC.	2.356	
2014	MEDIOBANCA SPA	3.954		

		HARBOR INTERNATIONAL FOUND	3.944		
	2015				
	2016				
	2017				
	2018	NORGES BANK	3.174		
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO SPA	2013				
	2014				
	2015				
	2016				
	2017				
	2018				
MONDADORI SPA	2011	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	12.363		
		TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC	4.883		
	2012	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	12.363		
	2013	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	12.363		
	2014	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	12.363		
		RIVER AND MERCANTILE ASSET MANAGEMENT LLP	5.066		
	2015	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	12.363		
	2016	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	12.363		
	2017	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	12.363		
	2018	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	12.363		
	IL SOLE 24 ORE SPA	2011	GAMCO INVESTORS INC.	4.856	
		2012	GAMCO INVESTORS INC.	4.856	

	2013	GAMCO INVESTORS INC.	4.856	
	2014	GAMCO INVESTORS INC.	4.856	
	2015	GAMCO INVESTORS INC.	4.856	
	2016			
	2017			
	2018			
CAIRO COMMUNICATION SPA	2011	SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT	2.018	
	2012	SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT	2.019	
	2013	INVESCO LTD	2.077	
	2014			
	2015			
	2016			
	2017			
	2018			
SALVATORE FERRAGAMO SPA	2011			
	2012	OPPENHEIMERFUNDS INC.	2.459	
	2013	OPPENHEIMERFUNDS INC.	2.459	
	2014			
	2015			
	2016			
	2017			
	2018			
MONCLER SPA	2013	MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT INC.	3.147	
		EURAZEO SA	23.334	
	2014	T. ROWE PRICE ASSOCIATES INC	5.834	
		EURAZEO SA	23.334	
	2015	T. ROWE PRICE ASSOCIATES INC	6.065	
		EURAZEO SA	15.535	
	2016	T. ROWE PRICE ASSOCIATES INC	4.951	
		NORGES BANK	3.029	
	EURAZEO SA	9.528		

	2017	EURAZEO SA	5.312	
	2018	EURAZEO SA	4.773	
BRUNELLO CUCINELLI SPA	2012	FMR LLC	2.85	
		CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY	2.05	
	2013	FMR LLC	5.785	
		CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY	2.05	
	2014	FMR LLC	5.785	
		CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY	2.05	
	2015	FMR LLC	5.785	
		CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY	2.05	
	2016	OPPENHEIMERFUNDS INC.	5.014	
		FMR LLC	9.878	
	2017	OPPENHEIMERFUNDS INC.	5.014	
		FMR LLC	10	
2018	FMR LLC	10.031		
	OPPENHEIMERFUNDS INC.	4.864		
GEOX SPA	2011	COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT	2.177	
	2012	COLUMBIA WANGER ASSET MANAGEMENT	2.177	
	2013	JP MORGAN ASSET MANAGEMENT	2.039	
	2014	FMR LLC	2.131	
		JP MORGAN ASSET MANAGEMENT	2.039	
	2015	FMR LLC	2.131	
		JP MORGAN ASSET MANAGEMENT	2.014	
	2016			
2017				
2018				
OVS SPA	2015	JP MORGAN ASSET MANAGEMENT	2.045	
	2016			
	2017	NORGES BANK	3.087	
	2018	TAMBURI INVESTMENT PARTNERS SPA	3.084	
AZ FUND MANAGEMENT SA		5.953		

LUXOTTICA GROUP SPA	2011	DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS	7.466	
	2012	DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS	7.466	
	2013	DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS	7.466	
	2014	DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS	7.466	
	2015	DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS	7.466	
	2016	DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS	7.466	
	2017			
	2018			
SAFILO GROUP SPA	2011	NORGES BANK	2.085	
		FINANCIERE DE L'ECHIQUIER SA	2.032	
	2012	NORGES BANK	2.035	
		FINANCIERE DE L'ECHIQUIER SA	2.032	
	2013	NORGES BANK	2.035	
		FINANCIERE DE L'ECHIQUIER SA	2.035	
	2014			
	2015			
	2016	BDL CAPITAL MANAGEMENT	6.35	
	2017	BDL CAPITAL MANAGEMENT	6.35	
2018	BDL CAPITAL MANAGEMENT	6.35		
	BRANDES INVESTMENT PARTNERS LP	10.53		

ALLEGATO 2

Banca	Anno	Investitore istituzionale	Quota	Banca affiliata
BANCA MEDIOLANUM	2015	T. ROWE PRICE ASSOCIATES INC	3.035	
	2016		0	
	2017	T. ROWE PRICE ASSOCIATES INC	3.551	
	2018	T. ROWE PRICE ASSOCIATES INC	3.551	
MONTE DEI PASCHI DI SIENA	2011	JP MORGAN CHASE & CO. CORPORATION	2.561	
		AXA SA	2.052	
	2012	JP MORGAN CHASE & CO. CORPORATION	2.527	
		AXA SA	2.052	
	2013	JP MORGAN CHASE & CO. CORPORATION	2.527	
		AXA SA	2.052	
	2014	AXA SA	3.17	
		FINTECH ADVISORY INC	4.5	
		BTG PACTUAL EUROPE LLP	2.001	
	2015	PEOPLE'S BANK OF CHINA	2.004	
		AXA SA	3.17	
		FINTECH ADVISORY INC	4.5	
	2016		0	
2017	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	4.319		
2018	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	4.319		
FINECOBANK	2014		0	UNICREDIT SPA
		THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD	2.227	
	2015		0	UNICREDIT SPA
	2016		0	UNICREDIT SPA
		WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP	5.199	
	2017		0	UNICREDIT SPA
BLACKROCK INC.		5.067		

	2018		0	UNICREDIT SPA
		BLACKROCK INC.	6.805	
UNICREDIT SPA	2011	BLACKROCK INC.	3.107	
		LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY	2.594	
		INTERNATIONAL PETROLEUM INVESTMENT COMPANY	4.991	
		ALLIANZ SE	2.048	
			0	MEDIOBANCA SPA
	2012	PAMPLONA CAPITAL MANAGEMENT LLP	5.011	
		CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY	2.732	
		ALLIANZ SE	2.016	
	2013	PAMPLONA CAPITAL MANAGEMENT LLP	5.011	
		CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY	2.732	
		ALLIANZ SE	2.016	
		INTERNATIONAL PETROLEUM INVESTMENT COMPANY	6.501	
	2014	INTERNATIONAL PETROLEUM INVESTMENT COMPANY	6.501	
	2015	BLACKROCK INC.	5.026	
		INTERNATIONAL PETROLEUM INVESTMENT COMPANY	6.501	
	2016	INTERNATIONAL PETROLEUM INVESTMENT COMPANY	6.501	
		CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY	6.725	
2017	MUBADALA INVESTMENT COMPANY PJSC	5.042		
	CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY	5.072		
2018	MUBADALA INVESTMENT COMPANY PJSC	5.042		
MEDIOBANCA SPA	2011	BLACKROCK INC.	2.031	
			0	UNICREDIT SPA
			0	MEDIOLANUM SPA
	2012		0	UNICREDIT SPA
			0	MEDIOLANUM SPA
	2013		0	UNICREDIT SPA
			0	MEDIOLANUM SPA
2014	PEOPLE'S BANK OF CHINA	2.001		
		0	UNICREDIT SPA	

			0	MEDIOLANUM SPA
	2015		0	UNICREDIT SPA
			0	MEDIOLANUM SPA
		STANDARD LIFE INVESTMENTS LTD	2.376	
	2016		0	UNICREDIT SPA
			0	MEDIOLANUM SPA
	2017		0	UNICREDIT SPA
			0	MEDIOLANUM SPA
	2018		0	UNICREDIT SPA
			0	MEDIOLANUM SPA
INTESA SANPAOLO SPA	2011	BLACKROCK INC.	3.179	
		ASSICURAZIONI GENERALI SPA	4.794	
		CREDIT AGRICOLE SA	4.996	
	2012	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	4.794	
	2013	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	2.631	
		HARBOR INTERNATIONAL FOUND	2.148	
	2014	NORGES BANK	2.032	
		BLACKROCK INC.	5.004	
	2015	NORGES BANK	2.032	
		BLACKROCK INC.	5.004	
2016		0		
2017	BLACKROCK INC.	5.01		
2018		0		
UBI SPA	2011	BLACKROCK INC.	2.854	
		NORGES BANK	2.214	
		SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	5.001	
	2012	NORGES BANK	2.177	
		SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	5.001	
	2013	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	5.001	
	2014	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	4.903	
2015	BLACKROCK INC.	5.055		

		SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	5.123	
	2016	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	5.123	
	2017	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	5.123	
	2018	SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS	5.123	
BANCO BPM	2017	INVESCO LTD	3.13	
	2018	INVESCO LTD	5.132	
		CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY	3.998	
BANCA GENERALI	2011	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	64.734	
	2012	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	64.734	
	2013	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	51.029	
		THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD	2.175	
	2014	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	51.029	
		THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LTD	2.175	
	2015	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	51.029	
	2016	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	51.029	
		WELLINGTON MANAGEMA-ENT GROUP LLP	5.01	
2017	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	51.029		
2018	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	51.029		
BANCA POPOLARE DI SONDRIO, SOCIETÀ COOPERATIVA PER AZIONI	2011			
	2012			
	2013	NORGES BANK	2.057	
	2014	NORGES BANK	2.287	
		UBS GROUP AG	2.811	
	2015	NORGES BANK	2.287	
		UBS GROUP AG	3.724	
	2016		0	
2017		0		
2018		0		
BPER BANCA	2011			
	2012	NORGES BANK	2.003	
	2013	NORGES BANK	2.196	

	2014			
	2015	FONDAZIONE DI SARDEGNA	2.076	
	2016	NORGES BANK	3.01	
		UNIPOL GRUPPO SPA	5.01	
		FONDAZIONE DI SARDEGNA	3.021	
	2017	FONDAZIONE DI SARDEGNA	3.021	
	2018	UNIPOL GRUPPO SPA	15.063	
CREDITO EMILIANO SPA	2011			
	2012			
	2013			
	2014			
	2015			
	2016			
	2017			
	2018			
CREDITO VALTELLINESE	2011			
	2012			
	2013			
	2014	UBS GROUP AG	2.358	
	2015			
	2016			
	2017	DGFD SA	5.784	
	2018	HOSKING PARTNERS LLP	5.057	
		DGFD SA	5.784	
		ALGEBRIS LIMITED	5.286	
STEADFAST CAPITAL MANAGEMENT LP		8.554		
CREDIT AGRICOLE ASSURANCE SA		5		
BANCA CARIGE SPA	2011		0	MEDIOBANCA SPA
	2012		0	MEDIOBANCA SPA
	2013		0	MEDIOBANCA SPA
	2014		0	MEDIOBANCA SPA

		UBS GROUP AG	4.653	
	2015	NORGES BANK	2.171	
		UBS GROUP AG	3.804	
	2016	TOSCANFUND ASSET MANAGEMENT LLP	5.119	
	2017	AREO SARL	6.772	
	2018			
BANCA IFIS	2011		0	INTESA SANPAOLO SPA
	2012		0	INTESA SANPAOLO SPA
	2013		0	INTESA SANPAOLO SPA
	2014	INVESCO LTD	2.02	
	2015			
	2016	NORGES BANK	3.028	
	2017			
	2018			
BANCA FARMAFACTORING SPA	2017			
	2018			
BANCA FINNAT SPA	2011	G.L. INVESTIMENTI SRL	2.013	
	2012	G.L. INVESTIMENTI SRL	2.013	
	2013	G.L. INVESTIMENTI SRL	2.013	
	2014	G.L. INVESTIMENTI SRL	2.013	
	2015	G.L. INVESTIMENTI SRL	2.013	
	2016			
	2017			
	2018			
BANCA INTERMOBILIARE DI INVESTIMENTI E GESTIONI SPA	2011			
	2012			
	2013			
	2014			
	2015			
	2016			
	2017			

	2018	TRINITY INVESTMENTS DESIGNATED ACTIVITY COMPANY	68.807	
BANCA SISTEMA SPA	2015	SCHRODERS PLC	6.727	
	2016	SCHRODERS PLC	6.727	
	2017	SCHRODERS PLC	6.727	
		OYSTER SICAV	5.228	
	2018	SCHRODERS PLC	5.217	
BANCA PROFILO SPA	2011	SATOR CAPITAL LIMITED	53.538	
	2012	SATOR CAPITAL LIMITED	53.538	
	2013	SATOR CAPITAL LIMITED	53.538	
		STRATEGY INVEST SRL	3.785	
	2014	SATOR CAPITAL LIMITED	53.538	
		STRATEGY INVEST SRL	3.785	
	2015	SATOR CAPITAL LIMITED	53.538	
		STRATEGY INVEST SRL	3.785	
	2016	SATOR CAPITAL LIMITED	53.538	
	2017	SATOR CAPITAL LIMITED	53.538	
2018	SATOR CAPITAL LIMITED	53.538		

ALLEGATO 3

ROA	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Int.]	
CommonOwDummy	-0.0108228	0.0125578	-0.86	0.397	-0.036686	0.0150405
StateOW	0.049561	0.0264323	1.88	0.073	-0.0048774	0.1039994
Family50	-0.058298	0.021572	-2.7	0.012	-0.1027264	-0.0138695
STAR	0.0950147	0.0223837	4.24	0	0.0489145	0.1411148
Ln (Asset)	0.1357411	0.078385	1.73	0.096	-0.0256959	0.297178
Leverage	0.2632336	0.0302343	8.71	0	0.2009648	0.3255023
y2012	-0.0161905	0.0136469	-1.19	0.247	-0.0442968	0.0119159
y2013	-0.0456778	0.0239494	-1.91	0.068	-0.0950025	0.0036469
y2014	-0.0577413	0.0255759	-2.26	0.033	-0.1104158	-0.0050668
y2015	-0.0354231	0.0238427	-1.49	0.15	-0.084528	0.0136818
y2016	-0.0466991	0.0263105	-1.77	0.088	-0.1008865	0.0074884
y2017	-0.0561606	0.0378328	-1.48	0.15	-0.1340787	0.0217575
y2018	-0.0480465	0.0275935	-1.74	0.094	-0.1048765	0.0087834
_cons	-3.013467	1.708171	-1.76	0.09	-6.531511	0.5045772

R-sq:
within = 0.7255
between = 0.0004
overall = 0.0571

Number of obs	183
Number of groups	26

ALLEGATO 4

ROS	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Int.]	
CommonOwDummy	-.0529406	.0615322	-0.86	0.394	-.1766594	.0707783
StateOW	.1219082	.1571217	0.78	0.442	-.1940062	.4378226
Family50	-.0563945	.0851495	-0.66	0.511	-.227599	.11481
STAR	.4968242	.4295334	1.16	0.253	-.3668105	1.360459
Ln (Asset)	.4417678	.2907465	1.52	0.135	-.1428172	1.026353
Leverage	.303524	.2411692	1.26	0.214	-.1813792	.7884271
y2012	.0259342	.0403838	0.64	0.524	-.0552629	.1071313
y2013	.0036302	.0315397	0.12	0.909	-.0597846	.0670449
y2014	.0149575	.062141	0.24	0.811	-.1099853	.1399004
y2015	.0010601	.0485606	0.02	0.983	-.0965776	.0986978
y2016	-.5292193	.4804818	-1.10	0.276	-1.495293	.436854
y2017	-.0906751	.0403933	-2.24	0.029	-.1718913	-.0094589
y2018	-.1374841	.054739	-2.51	0.015	-.2475443	-.0274239
_cons	-9.581167	6.295712	-1.52	0.135	-2.223954	3.077211

R-sq:
within = 0.0375
etween = 0.0201
overall = 0.0126

Number of obs	345
Number of groups	49

ALLEGATO 5

ROCE	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Int.]	
CommonOwDummy	-.0051856	.018308	-0.28	0.778	-.041977	.0316057
StateOW	.1265287	.0553993	2.28	0.027	.0151997	.2378577
Family50	-.045328	.0376126	-1.21	0.234	-.1209133	.0302573
STAR	-.3069902	.2777786	-1.11	0.274	-.8652073	.2512269
Ln (Asset)	.0609572	.0874157	0.70	0.489	-.1147113	.2366256
Leverage	-.054747	.0461057	-1.19	0.241	-.1473998	.0379058
y2012	-.0218576	.0182209	-1.20	0.236	-.0584739	.0147588
y2013	-.0513036	.024285	-2.11	0.040	-.1001062	-.002501
y2014	-.0487318	.0287804	-1.69	0.097	-.1065682	.0091045
y2015	-.048943	.0243315	-2.01	0.050	-.097839	-.0000471
y2016	-.145042	.0617791	-2.35	0.023	-.2691917	-.0208923
y2017	-.0680204	.0543111	-1.25	0.216	-.1771627	.0411219
y2018	.0141362	.0720408	0.20	0.845	-.1306352	.1589077
_cons	-1.075268	1.85348	-0.58	0.564	-4.799975	2.649438

R-sq:
within = 0.0925
between = 0.000
overall = 0.0041

Number of obs	351
Number of groups	50