# POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

# Tesi di Laurea Magistrale

# ANALISI DEL FENOMENO DEL COMMON OWNERSHIP NELL'AMBITO DEL CONTESTO ECONOMICO EUROPEO



Relatore prof. Laura Rondi Candidato

Maria Ludovica Malaguti

Anno accademico 2020/2021

# **INDICE**

ABSTRACT	
INTRODUZIONE	
1.2 Separazione tra proprietà e controllo, problemi di agenzia e struttura proprietaria	8
1.3 Meccanismi di Corporate Governance	13
1.3.1 Meccanismi esterni	13
1.3.2 Meccanismi interni	16
CAPITOLO 2: TUTELA DEGLI AZIONISTI  2.1 Norme e strumenti a tutela degli azionisti	
2.2.1 Partecipazioni incrociate	32
2.2.2 Patti di sindacato	32
2.2.3 Piramidi societarie	34
2.3 Interlocking directorates	38
CAPITOLO 3: COMMON OWNERSHIP	43
3.1 Definizione	43
3.2 Letteratura	45
3.3 Impatto del Common Ownership sulla Corporate Governance	52
3.4 Impatto del Common Ownership sulla concorrenza e sul mercato	57
3.5 Common Ownership nel settore bancario europeo	55
CAPITOLO 4: ANALISI DEL COMMON OWNERSHIP IN AMBITO EU	ROPEO
	68
4.1 Obiettivo dell'analisi e raccolta dati	68
4.2 Analisi degli investitori istituzionali	71
4.3 Analisi della concentrazione di mercato e della concentrazione dovuta al common di	wnership
	80

4.4 Analisi empirica degli effetti del Common Ownership sugli indicatori di performance	87
4.4.1 Regressioni condotte sui settori automotive e chimico-farmaceutico	90
4.4.2 Regressioni condotte sui settori bancario e assicurativo	95
CONCLUSIONI	101
BIBLIOGRAFIA	104

## **ABSTRACT**

L'elaborato ha come obiettivo quello di studiare ed analizzare il fenomeno del Common Ownership, termine con il quale si intende la proprietà simultanea di azioni in società appartenenti allo stesso settore da parte di investitori istituzionali. Per avere una visione chiara e completa del fenomeno che si andrà a trattare, la prima parte dell'elaborato è dedicato alla descrizione della Corporate Governance e della tutela degli azionisti. Larga parte dell'elaborato è poi dedicata alla definizione e all'esposizione della letteratura in materia di common ownership, in seguito alla quale è stata elaborata un'analisi del fenomeno condotta su quattro settori industriali a livello europeo: automotive, bancario, assicurativo e chimico-farmaceutico. Per ognuno dei quattro settori sono stati raccolti i dati relativi al bilancio societario ed all'azionariato in modo da poter analizzare quali siano i maggiori investitori istituzionali operanti in Europa, in ognuno dei settori oggetto di studio. Questi sono risultati essere BlackRock, Norges Bank Investment Management (NBIM) e The Vanguard Group, Inc. Si è poi studiato l'andamento della concentrazione di mercato nei quattro settori tramite l'indice MHHI=HHI+MHHI\(\Delta\), di cui il termine MHHI\(\Delta\) rappresenta la concentrazione di mercato dovuta alla sola proprietà comune, riscontrando che il settore con una maggiore incidenza degli effetti dovuti al common ownership è quello chimico-farmaceutico, seguito dai settori automotive e assicurativo, che presentano un simile andamento della concentrazione e per finire il settore bancario per cui l'indice di concentrazione dovuto al Common Ownership è marginale. L'ultima parte dell'analisi ha l'obiettivo di studiare in che misura il fenomeno della proprietà comune possa impattare sulle performance delle imprese in particolare verificando se esiste una relazione statisticamente significativa tra la presenza del Common Ownership ed alcune misure di performance a livello settoriale.

## **INTRODUZIONE**

Il presente lavoro ha lo scopo di studiare il fenomeno del Common Ownership ed analizzarne la presenza nell'ambito del contesto economico europeo. Il fenomeno del Common Ownership, ovvero la proprietà simultanea di azioni di società concorrenti da parte di investitori istituzionali, è diventato oggetto di studio in anni relativamente recenti e ne sono state analizzate le conseguenze principalmente sul mercato americano, collegando la sua presenza a potenziali comportamenti collusivi ed anti-competitivi. Poiché il numero di Common shareholdes, ossia investitori istituzionali che detengono quote di società concorrenti, è in forte crescita anche a livello europeo si è deciso di concentrare l'analisi su quattro diversi settori costituiti da società con sedi in Europa.

Nel tentativo di trattare al meglio il tema ad oggetto di questo elaborato, si è deciso di suddividere il lavoro in quattro capitoli strutturati come segue:

- Il Primo Capitolo è costituito dalla descrizione della Corporate Governance e dei relativi meccanismi, all'interno dei quali si è dedicato ampio spazio alla trattazione in materia di investitori istituzionali. Sono inoltre trattati i temi del problema di agenzia e della struttura proprietaria.
- Il Secondo Capitolo si concentra sulla tutela degli azionisti, descrivendone le norme e gli strumenti. Inoltre, si analizzano i metodi di separazione tra proprietà e controllo, dei quali fanno parte le partecipazioni incrociate, i patti parasociali e le piramidi societarie. Infine, è presente un focus sul fenomeno dell'Interlocking Directorates.
- Il Terzo Capitolo si occupa di descrivere il fenomeno del Common Ownership e di elencare l'ampia letteratura in materia in modo da darne una visione complessiva. Sono poi descritte le varie teorie che analizzano l'impatto del Common Ownership, sia sulla corporate governance che sulla concorrenza all'interno del mercato. Per finire è presentato uno studio condotto sulla proprietà comune a livello europeo.
- Il Quarto Capitolo analizza quattro settori in ambito europeo (i settori automotive, bancario, assicurativo e chimico-farmaceutico) con l'obiettivo di individuare al loro interno la presenza del Common Ownership, descrivendo quali siano i maggiori investitori istituzionali operanti in questo contesto, analizzando la concentrazione dei settori per individuare quali siano quelli più soggetti all'incidenza del Common Ownership ed infine verificando tramite un analisi statistica se la presenza del fenomeno del Common Ownership produca effetti sulle performance aziendali.

# CAPITOLO 1: Corporate Governance

### 1.1) Definizione di Corporate Governance

Per Corporate Governance si intende l'insieme di istituzioni e regole che hanno il fine di gestire correttamente l'impresa. Sebbene già da inizio Novecento gli studiosi si sono interrogati su questi temi, il termine Corporate Governance si inizia ad utilizzare relativamente di recente diventando importante non solo nella letteratura accademica, ma anche nei dibattiti di politica pubblica. Durante questo periodo, la Corporate Governance è stata identificata con acquisizioni, ristrutturazioni finanziarie ed attivismo di investitori istituzionali. Le sono infatti state attribuite un gran numero di definizioni, non sono del tutto esaustive.

Una delle definizioni più autorevoli di Corporate Governance è quella di Luigi Zingales (1998) che, partendo dall'idea di Williamson (1985), ha definito i sistemi di governance come "l'insieme complesso di vincoli che determinano la contrattazione ex post sulle quasi rendite generate nel corso del una relazione", affermando tuttavia che un ruolo fondamentale in questo sistema potrebbe essere sicuramente giocato dal contratto tra le parti, con il rischio però di essere incompleto, ossia non specificare completamente la divisione di surplus in ogni possibile contingenza. Da questa analisi si evinse inoltre la definizione di *corporate governance* come "l'insieme complesso dei vincoli che modellano la regolazione ex post delle quasi rendite generate dall'impresa". Questa definizione mise in evidenza il legame tra le modalità con cui sono distribuite le quasi rendite e in cui vengono generate.

A. Shleifer e R.W. Vishny (1997) <sup>1</sup>invece fecero riferimento alla Corporate Governance come il modo in con cui i finanziatori delle imprese si assicurano di ottenere un ritorno sul loro investimento, ed in particolare affermarono: "Corporate governance deals with the ways in which supplier of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment".

In ambito italiano è importante citare il Codice Preda<sup>2</sup>, "Codice di Autodisciplina per le Società Quotate", redatto dal Comitato per la Corporate Governance e diffuso da Borsa Italiana. In esso è possibile evincere la seguente definizione: "La Corporate Governance, intesa come il sistema delle regole secondo le quali le imprese sono gestite e controllate, è il risultato di norme, di tradizioni, di comportamenti elaborati dai singoli sistemi economici e giuridici e non è certamente riconducibile ad un modello unico, esportabile ed imitabile in tutti gli ordinamenti". Con questo codice il Comitato ritiene che, qualora venga assunto come riferimento dalle società quotate, potrà rinfrancare gli

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> A Survey of Corporate Governance, 1997, A. Shleifer e R.W. Vishny.

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Stefano Preda, professore e dirigente d'azienda, fu fondatore e presidente del Comitato per la Corporate Governance. Il codice, emanato nel 1999, porta il su nome.

investitori riguardo alla presenza di un modello organizzativo chiaro ed un corretto equilibrio tra proprietà e controllo.

Dal punto di vista internazionale, l'OCSE<sup>3</sup> (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico) ha proposto la seguente definizione: "Corporate governance involves a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined." L'organizzazione, dal 1999, ha pubblicato "The Principles of Corporate Governance" al fine di aiutare i policy maker a valutare ed a migliorare il quadro giuridico, normativo e istituzionale per il governo societario, con l'intento di sostenere l'efficienza economica, la crescita sostenibile e la stabilità finanziaria.

# 1.2) Separazione tra proprietà e controllo, problemi di agenzia e struttura proprietaria.

La disciplina della Corporate Governance si applica per contrastare i problemi legati alla separazione tra proprietà e controllo e conflitti di interesse tra i diversi stakeholder. Il tema della corporate governance è infatti strettamente connesso alla separazione fra proprietà e controllo dell'impresa, in considerazione del principio, già avanzato da Adam Smith (1776) nella sua opera "La ricchezza delle nazioni", secondo cui i manager tendono a gestire l'azienda con meno diligenza rispetto alla situazione in cui sia il proprietario stesso a gestire, ed in particolare afferma che: "The directors of such [joint stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own."

La letteratura è solita tuttavia individuare nel lavoro di Berle e Means (1932), "The Modern Corporation and Private Property", il primo vero contribuito allo studio della Corporate governance, grazie ad un'analisi empirica sulla struttura proprietaria delle aziende americane, condotta durante il crollo dei mercati nel periodo della grande depressione, da cui emerge la differenza tra managers, intesi come soggetti chiamati a gestire le risorse aziendali, e proprietari, ossia coloro che detengono il potere decisionale.

Marris (1964) partendo dalla separazione tra proprietà e controllo concettualizzata da Berle e Means è stato definito "il Modello dell'Impresa Manageriale", che può essere impiegato per

8

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> OCSE (Organization for Economic Co-operation and Development) è un'organizzazione di studi economici per la cooperazione e lo sviluppo economico tra i paesi membri, che promuove politiche volte a risolvere i problemi comuni. La sede dell'organizzazione è a Parigi e vi hanno aderito in totale 36 paesi.

razionalizzare la convinzione ampiamente diffusa che ci sia un conflitto di interessi tra azionisti e manager. Secondo questo modello, infatti i detentori del controllo dell'impresa, ossia i manager, tendono a portare avanti azioni di massimizzazione della crescita, al fine di ampliare il loro potere, il loro prestigio e i benefici non monetari, e dall'altro lato tendono a massimizzare la sicurezza del proprio ruolo, mentre i detentori del capitale dell'impresa, ossia gli azionisti, puntano a massimizzare il profitto in termini di dividendi. Il profitto viene considerato dai manager, non come obiettivo, ma come vincolo, del quale si deve tenere conto per assicurare agli azionisti un ritorno proporzionato ai loro investimenti e al management stesso la sicurezza del posto di lavoro. In tale ambito si viene a creare, all'interno delle società, un rapporto principale-agente, dove per principale si intende l'azionista e per agente il manager, e, per quanto detto sopra, si è portati a credere che l'agente non sempre porterà avanti azioni in linea con l'interesse del principale.

Un contributo importante è stato dato da M. C. Jensen e W. H. Meckling, con l'articolo "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" (1976), nel quale, partendo dalla teoria dei diritti di proprietà, da quella d'agenzia e da quella finanziaria, è stata sviluppata la teoria della struttura proprietaria della società.

In prima battuta è stato analizzato il costo di agenzia del capitale, attuando un confronto tra il caso in cui l'insider detiene il 100% dell'equity ed il caso in cui l'insider vende una quota dell'equity ad azionisti esterni, cioè outsiders. In entrambi i casi, l'insider, ovvero l'imprenditore/manager, vorrà massimizzare la sua utilità data da benefici monetari e benefici non monetari. Nel primo caso l'imprenditore sostiene in prima persona i costi per ottenere benefici non monetari, andando ad intaccare il suo profitto residuo. Si arriverà ad una situazione di equilibrio tra benefici monetari e benefici non monetari nel momento in cui l'utilità marginale dei benefici non monetari eguaglierà quella dei benefici monetari. Nel secondo caso, avendo ridotto l'equity di cui era in possesso, l'imprenditore avrà anche una minore quota di diritti sul profitto residuo, perché della restante quota avranno diritto gli azionisti esterni. Questo fa sì che l'imprenditore sia incentivato ad utilizzare le risorse dell'impresa per ottenere benefici non monetari e privati, invece che per le attività produttive che generano profitti e sono benefici monetari e pubblici. I profitti residuali saranno minori, sarà minore il valore e si genererà inefficienza ex-post, legata ad un comportamento che l'imprenditore tiene dopo aver venduto una quota. Di conseguenza si genererà inefficienza ex-ante, in quanto l'imprenditore sarà meno incentivato ad impegnarsi per aumentare il valore dell'impresa, e farà scelte sub-ottimali dei progetti d'investimento.

Secondo questa teoria il manager/imprenditore subisce tutto il costo della riduzione del valore causato dalla vendita della quota agli azionisti esterni. Questi costi sono detti costi di agenzia del capitale e sono la somma di:

- "the monitoring": l'imprenditore/manager accetta di sottoporsi ad attività di revisione interna, vincoli di bilancio, controlli formali, contratti di incentivazione. Finanzia quindi un auditing interno per dimostrare la sua trasparenza ed intenzione a massimizzare il valore dell'impresa.
- "the bonding": azioni portate avanti dall'imprenditore/manager per convincere gli azionisti del suo attaccamento all'impresa, per cui accetta schemi di incentivo rischiosi e paga revisori esterni.
- "the residual loss": il disallineamento tra la visione dell'imprenditore/manager e quella degli azionisti esterni crea un costo, cioè una perdita.

In relazione a quanto detto, il debito può essere interpretato come soluzione al problema di agenzia, infatti, nel caso in cui si avesse una struttura finanziaria composta in gran parte da debito, l'imprenditore/manager sarebbe incentivato ad investire in attività ad alto rendimento e di conseguenza ad alto rischio. In caso di successo del progetto, infatti l'imprenditore/manager incasserebbe tutto il profitto residuo, ma in caso negativo, i creditori avranno una perdita e si rivarranno sull'azienda.

Jensen e Meckling hanno individuato i seguenti costi di agenzia del debito:

- la perdita di ricchezza causata dall'impatto del debito sulle decisioni di investimento dell'azienda,
- le spese di monitoring e bonding sostenuti dagli obbligazionisti e dall'imprenditore/manager,
- i costi di bancarotta e di riorganizzazione.

Ci sono alcuni fattori che incoraggiano l'uso del costo di agenzia associato al debito. Il primo è sicuramente il sussidio fiscale sul pagamento degli interessi, e furono Modigliani e Miller (1963) a dimostrare l'uso del debito per aumentare il valore totale dell'impresa. Jensen (1986) e Stulz (1988) hanno definito invece che l'obbligo restituzione del capitale e del pagamento degli interessi, è collegato ad una minaccia di fallimento, che innesca quindi un'azione disciplinante sul manager che tende a lavorare in modo efficiente. Secondo tale teoria, un altro vantaggio è che i finanziatori dell'azienda attuino un'attività di monitoring, riducendo l'asimmetria informativa ed i conflitti di interessi tra insider ed outsider.

All'atto pratico risulta tuttavia difficile trovare individui disposti a finanziare una società in cui l'imprenditore investe solo una piccola parte e chiede a debito la maggior parte del valore.

In base alla teoria del costo di agenzia del debito e del capitale, Jensen e Meckling hanno sostenuto che la **struttura proprietaria** ottimale esiste ed è quella che minimizza i costi di agenzia e massimizza il valore dell'impresa. In particolare, hanno affermato che il termine "ownership structure" viene usato al posto del termine "capital structure" "to highlight the fact that the crucial

variables to be determined are not just the relative amounts of debt and equity but also the fraction of the equity held by the manager" sottolieneando l'importanza di tenere conto anche delle quote detenute dagli investitori quando si ragiona della struttura proprietaria di un'impresa. La teoria della struttura proprietaria si fonda inoltre sulle seguenti tre variabili:

- *Inside equity*, posseduto dall'investitore/manager.
- Outside equitiy, posseduto dagli azionisti esterni all'impresa.
- *Debt*, posseduto da investitori al di fuori dell'impresa.

La conformazione della struttura proprietaria dipenderà da:

- La possibilità dell'insider di esercitare discrezionalità.
- La possibilità degli outsider di esercitare il controllo.
- Le caratteristiche dell'impresa e del settore.
- L'opportunità di investimento dell'impresa.

Nel caso in cui il margine di discrezionalità dell'imprenditore/manager sia molto alto, l'impiego dell'equity sia determinante per il successo del progetto e l'impresa abbia poche opportunità di crescita e disponga di alta liquidità, la decisione sarà quella di *stay or go private*, quindi decidere di non andare in borsa o di uscirne. Viceversa, nel caso in cui il margine di discrezionalità dell'imprenditore/manager sia molto bassa, il contributo e l'impiego dell'inside equity siano meno rilevanti e l'impresa abbia buone opportunità di crescita, sarà preferibile finanziarsi con outside equity, quindi *go public*, quotarsi in borsa.

Riferendoci inoltre alla struttura proprietaria in Italia, vale la pena sottolineare che essa è in larga parte concentrata ed il debito è la principale fonte di finanziamento, alla luce del fatto che il ricorso alla quotazione in borsa delle imprese è scarso, confrontato a tutte quelle esistenti sul territorio.

Nel 1993, secondo i dati segnalati da un'analisi Franco Grassini<sup>4</sup> (2013), le società quotate erano 259 con una capitalizzazione pari ad appena il 15,5% del PIL ed avevano raggiunto un massimo di 344 nel 2007, con capitalizzazione pari al 47,4% del PIL, per poi scendere a 255 a fine 2012 con una capitalizzazione, a fine anno, pari al 22,5% del PIL.

Va segnalato che dal 1° marzo 2012 esiste il Mercato alternativo del capitale (AIM Italia), gestito da Borsa Italiana S.p.A., del quale fanno parte solo investitori istituzionali, ed al suo interno sono presenti soltanto 27 imprese minori che sono poi quotate nel mercato normale in futuro, rispetto

\_

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> L'orizzonte breve. Rischi di morte per il nostro capitalismo? 2013, Grassini, F.

ai corrispettivi esteri di Germania e Francia che ne contano rispettivamente 757 e 528. Si pensi inoltre che importanti aziende come Ferrero, Barilla e Riva non sono quotate in Borsa, eccezion fatta per i settori creditizi ed assicurativi, all'interno dei quali la quasi totalità dei costituenti sono società quotate, escludendo le banche di credito cooperativo e gli istituti esteri. In tal senso molte autorevoli figure hanno cercato di spiegare le cause alla base di una così scarsa attività di quotazione.

Un primo studio è stato condotta nel 1998 da Pagano, Panetta e Zingales, i quali hanno analizzato imprese che si sono quotate in borsa, nella finestra temporale dal 1982 al 1992, conferendole con imprese che non lo hanno fatto e le evidenze ottenute mostrano che le società appena quotate riducono gli investimenti e la profittabilità. Tale affermazione si contrappone infatti alla credenza diffusa secondo la quale le aziende ricorrono alla quotazione in Borsa per finanziare investimenti necessari alla crescita. Il ricorso alla Borsa serve quindi più a "riequilibrare la struttura finanziaria" che a finanziare la crescita. Zingales (1998) ha aggiunto inoltre che la quotazione in Borsa permette di massimizzare il ricavo di un eventuale cessione da parte della controllante ed infatti dopo la quotazione i cambiamenti di controllo saranno più frequenti. Un'altra tesi, che si ricollega a quanto detto da Rajan e Zingales, è stata portata avanti da Aganin e Volpin (2003), ed ha definito che maggiore è il peso dello Stato sull'economia, maggiore sarà la tendenza alla concentrazione della proprietà per poter sfruttare i rapporti con la classe politica. Al fine di confutare questa tesi basti pensare che nel 1955, fu introdotta una norma fiscale che discriminava i gruppi integrati e piramidali che consentivano di mantenere il controllo con minore impiego di risorse, ma tale norma fu modificata nel 1977 seguendo una direttiva europea e non spinta da soggetti interessati.

Luigi Spaventa (2003) ha evidenziato la mancanza di convenienza nella quotazione, in quanto ritiene che le medie imprese siano in grado di finanziare autonomamente i loro investimenti, mentre con l'ingresso in Borsa dovrebbero affrontare una serie di costi non trascurabili. Anche Vegas (2014) ha condiviso l'idea che la quotazione sia troppo onerosa per le piccole imprese ed ha proposto un'apertura maggiore della Borsa nei confronti delle piccole e medie imprese. Il fenomeno delle ridotte quotazioni in borsa può inoltre essere collegato alla struttura familiare tipica di molte imprese italiane. Queste, infatti, sono caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata ed un eventuale quotazione in borsa sottoporrebbe i vertici al rischio di perdita del controllo.

A sostegno di questa tesi, Cuccarelli (2009) ha affermato che le famiglie tendono a mantenere il controllo a lungo termine a scapito di maggiore crescita e profitti, inoltre, il controllo familiare è di ostacolo all'assunzione di manager esterni<sup>5</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Franks et al., 2008.

## 1.3) Meccanismi di Corporate Governance

Zingales (1998), nel dare la sua definizione di Corporate Governance, ha espresso anche quelli che secondo lui sono i meccanismi per effettuare la "negoziazione ex-post delle quasi rendite generate dall'impresa", in particolare ha enunciato "Allocation of ownership, capital structure, managerial incentive schemes, takeovers, board of directors, pressure from institutional investors, product market competition, labor market competition, organizational structure, etc. can all be thought of as institutions that affect the process through which quasi-rents are distributed".

La Corporate governance può essere quindi vista anche come l'insieme di meccanismi interni ed esterni che disciplinano il conflitto di interessi tra amministratori ed azionisti. Per quanto riguarda i meccanismi interni si citano la scalata societaria e la proxy fight<sup>6</sup>, la pressione competitiva sul mercato dei beni, la competizione sul mercato dei managers ed il contesto istituzionale entro cui l'impresa si muove.

Questi meccanismi sono rappresentati dalle caratteristiche dell'ambiente esterno in cui opera l'impresa. Dei meccanismi interni invece fanno parte: consiglio di amministrazione, remunerazione dei dirigenti, blockholders ed investitori istituzionali ed infine la struttura del diritto di voto e la disciplina del debito. Sono meccanismi endogeni all'impresa che può decidere di agire su di essi.

## 1.3.1) Meccanismi esterni di Corporate Governance

Il primo meccanismo viene identificato nella **scalata** (anche detta takeover) che si pone come strumento di disciplina dei managers ed è un importante fonte di protezione per gli investitori.

All'interno delle società, infatti, per il piccolo azionista, monitorare il comportamento del manager risulta difficile in quanto si configura come un'operazione costosa e questi ne dovrebbe sostenere i costi personalmente. In caso di inefficienza o di comportamenti opportunistici del management, gli azionisti potrebbero però acquistare un numero di azioni tali da ottenere una posizione di controllo e portare avanti azioni atte a sostituire il manager.

In Italia il meccanismo del takeover si porta avanti tramite il lancio di un OPA, offerta di pubblico acquisto, tramite cui uno o più scalatori dichiarano pubblicamente l'intenzione di acquistare azioni di una società. In relazione a questo tema, una delle più influenti teorie è da attribuirsi ad Henry G. Manne (1965) che ha pubblicato un articolo dal titolo "Mergers and the Market for Corporate Control", all'interno del quale ha delineato l'idea secondo cui l'efficacia di una scalata dipende dall'esistenza del "Market of Corporate Control", inteso come il processo mediante il quale la proprietà ed il controllo della società vengono trasferiti da un gruppo di investitori ad un altro,

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> "guerra delle deleghe".

considerando un sistema economico in cui le azioni con diritto di voto di società vengono acquistate e vendute pubblicamente attraverso il meccanismo di una borsa valori. La possibilità di effettuare una scalata consente dunque al manager di evitare comportamenti opportunistici e gestire in maniera efficace la società.

Nel 1983 poi Michael C. Jensen e Richard S. Ruback hanno pubblicato "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence" in cui affermarono che "...corporate takeovers generate positive gains, that target firm shareholders benefit, and that bidding firm shareholders do not lose".

È importante inoltre citare anche un paper risalente al 1993, la cui paternità è da attribuirsi al solo Jensen, in cui l'autore è critico riguardo il ruolo della hostile take-over, motivando che soltanto 172 scalate delle 35000 realizzate negli Stati Uniti tra 1976 e 1999 sono risultate di successo. Inoltre, è necessario precisare che per portarle avanti sono richieste ingenti quantità di capitale nel breve periodo, a discapito delle attività di ricerca e sviluppo e di investimento, e non ultimo, sono stati emanati emendamenti statali anti-takeover e normative con restrizioni sulle disponibilità di finanziamenti.

Un meccanismo maggiormente economico, ma che garantisce risultati simili al takeover è la **proxy fight**, ossia la guerra delle deleghe. Attraverso tale meccanismo si tenta di acquisire il controllo di una società, raccogliendo dagli azionisti esistenti un numero di deleghe tale da avere la maggioranza dei diritti di voto in assemblea. Quando viene votata la sfiducia o il rinnovo del cda, durante l'assemblea degli azionisti, il voto può essere effettuato dai presenti in sala, oppure chi non è presente può farlo tramite delega.

Il secondo meccanismo è la **pressione competitiva sul mercato dei beni**. Nel 1983, Hart ha per primo pubblicato "The market mechanism as an incentive scheme", in cui ha evidenziato che la competizione nel mercato dei beni riduce il "managerial slack", ritenendo quindi che la concorrenza riduca lo spreco ed i benefici privati del manager, in quanto se c'è competizione il prezzo si ridurrà e questo impatterà sul costo marginali. Secondo la visione di Hart riducendosi i margini, i managers potranno ottenere minori benefici privati del controllo, saranno costretti ad essere efficienti e si creeranno minori conflitti interni. Jansen nel 1993 ha sostenuto inoltre che per la buona riuscita di questo meccanismo di disciplina del manager, è necessario tenere conto dell'ambiente in cui l'impresa opera, per cui in settori maturi o scarsamente innovati, all'interno dei quali la pressione competitiva è bassa, i managers saranno incentivati ad estrarre benefici privati; viceversa, in settori in crescita e fortemente innovativi, l'incentivo ad estrarre benefici privati sarà minore a causa dell'elevata concorrenza.

Il terzo meccanismo è la **competizione sul mercato dei manager**, secondo cui più alta è la competizione, più facile e veloce sarà rimpiazzare manager non capaci. L'idea appena espressa si lega all'intuizione di base del metodo "Pay-for-Performance", in base a cui la competizione esiste se la remunerazione del manager è relazionata alle sue capacità, grazie alle quali otterrà dei risultati che influiranno positivamente le performance dell'impresa. In base a questi contratti incentivanti i managers saranno spinti a massimizzare il valore dell'impresa e, dall'altro lato, le imprese potranno avere i manager più qualificati corrispondendogli un'adeguata retribuzione. Di questo tema se ne sono occupati Fama (1980) e Jensen e Murphy (1990) nell'ambito del paper "Performance pay and Top-Management Incentives". Alla luce di quanto detto risulta centrale il ruolo della reputazione dei managers che, secondo Fama, ha un peso quasi superiore al Pay-for-Performance, al fine di tutelare le possibilità di carriera futura. Di conseguenza si evince che la reputazione ha effetto minore e perde efficacia sul finire della carriera dei managers.

Il quarto ed ultimo meccanismo è il **contesto istituzionale** in cui opera l'impresa, che coinvolge:

- Il <u>Sistema Legale</u> che si occupa della protezione dei diritti di proprietà, degli azionisti e dei creditori. In base all'origine del sistema legale, questo può essere Common Law o Civil Law (su 49 paesi si evince che 18 ricorrono primo sistema mentre 31 al secondo). La Common Law è nata in Inghilterra con l'obiettivo di proteggere la proprietà privata ed agevolare le negoziazioni private. In particolare, tale principio si basa sul concetto di "precedente giurisprudenziale" con sentenze giuridiche che risolvono problemi specifici e che diventano vincolanti per quelle che verranno prese in futuro. La Civil Law ha origine dal diritto romano ed evolve sotto il controllo di Napoleone e poi di Bismark, con l'obiettivo di proteggere lo stato, rafforzare il governo nazionale, i suoi diritti e non per facilitare le contrattazioni finanziarie e le negoziazioni. In tale accezione il sistema fa uso di statuti e codici comprensivi che saranno utilizzati dalle figure giuridiche per risolvere il caso pratico che si troveranno di fronte. La Civil Law si suddivide a sua volta in base alla sua origine, francese, tedesca e scandinava.
- Il <u>Diritto d'impresa</u>, entro cui sono compresi, il diritto commerciale, che governa i rapporti tra gli operatori economici e con i relativi clienti, ed il diritto societario, che regola le questioni relative alla vita societaria ed al rapporto con i soci. In Italia, ha un ruolo importante il TUF (testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria), anche detto L.58/1998 "Draghi", all'interno del quale sono presenti disposizioni nell'ambito della finanza e della relazione tra intermediari finanziari. Nel contesto europeo invece viene citata la "direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE" conosciuta anche come direttiva MiFID, acronimo di "Markets in Financial Instruments Directive".

- L'<u>Efficacia</u> e la <u>rapidità</u> del <u>sistema giudico</u>
- Il <u>Codici di Autodisciplina</u> cioè l'insieme di documenti che contengono le regole di best practice in un ambito specifico. In molti paesi Europei ci sono comitati che stabiliscono vere e proprie regole di comportamento per disciplinare i conflitti. Queste regole, definite "code of best practice", prevedono un'adesione a titolo volontario. Ogni paese ha un codice di autodisciplina di riferimento: nello specifico in Italia il codice di autodisciplina delle società quotate è il Codice Preda, mentre in Inghilterra si cita il "Cadbury report" (1992)<sup>7</sup> ed in Francia il "Vienot report" (1995)<sup>8</sup>.
- Le <u>Associazioni professionali</u>, che contengono norme per revisori, sindaci, gestori e analisti finanziari.

#### 1.3.2) Meccanismi interni di Corporate Governance

Il primo dei meccanismi interni di Corporate Governance è il **consiglio di amministrazione** (Board of Directors), l'organo attraverso il quale avviene la gestione delle società per azioni, a responsabilità limitata, in accomandati per azioni e delle società cooperative ed è tramite questo che si attua la democrazia degli azionisti.

Il CdA è il braccio legislativo della società, il luogo in cui si nominano e revocano i managers, si definisce la loro retribuzione e si approvano o respingono le azioni che questi vogliono portare avanti. Inoltre, tale organismo è uno dei mezzi tramite cui gli shareholders possono esercitare un controllo sui managers. Dal canto loro i managers sono il braccio esecutivo della società. A capo del CdA è posto inoltre l'amministratore delegato o CEO, la cui figura è disciplinata dall'art. 2381 del Codice civile.

Vale la pena precisare che esistono tre possibili sistemi di governance:

• il sistema tradizionale, o ordinario, che prevede la coesistenza di un Consiglio di Amministrazione con funzioni amministrative e di un Collegio Sindacale con funzioni di controllo sull'amministrazione, entrambi nominati dall'assemblea. Il seguente sistema è il più utilizzato in ambito italiano, caratterizzato dalla presenza di piccole-medie imprese, spesso a gestione familiare, e per la maggior parte non quotate in borsa. L'impronta familiare delle aziende, fa sì che queste vedano

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> Il Cadbury Report, ossia Financial Aspects of Corporate Governance, è un rapporto redatto dal "The Commitee on Financial Aspects of Corporate Governance" contenente raccomandazioni sull'organizzazione del CdA per ridurre limitare i rischi di corporate governance e di fallimento. Porta il nome di Adrian Cadbury, a capo del comitato, ed è stata pubblicata nel 1992.

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Il Vienot Report è stato commissionato dal Conseil National du Patronat Français (CNPF) e l'Association Française des Entreprises Privees (l'AFEP) che hanno chiesto a Marc Vienot, l'allora presidente della Société Generale, di presiedere un comitato la cui missione era quella di riflettere sul ruolo dei CdA delle società quotate françesi. Il risultato dei lavori di questo comitato è stato reso pubblico nel 1995 e contiene raccomandazioni riguardanti il CdA delle società quotate in merito alla loro composizione, al loro ruolo e all'esercizio dei loro poteri. Il report ha inoltre sollecitato la rimozione delle partecipazioni incrociate che sono state alla base del capitalismo françese per trent'anni.

nell'apertura al mercato un potenziale pericolo per la stabilità aziendale. Il timore si può riscontrare però anche nelle grandi aziende, all'interno delle quali è frequente la presenza nel top management di esponenti del capitale di comando e di persone con legami di parentela o che comunque con rapporti di amicizia con i soci di riferimento. Questo sistema consente quindi ai proprietari di definire loro stessi chi andrà a comporre gli organi di amministrazione e controllo.

- il sistema monistico (di ispirazione anglosassone), secondo cui l'amministrazione ed il controllo siano esercitati rispettivamente dal Consiglio di Amministrazione, di nomina assembleare, e da un Comitato per il controllo sulla gestione; questo modello è spesso impiegato da aziende quotate in borsa con azionariato frammentato, formato da piccoli risparmiatori, che intendono assegnare ai membri del consiglio, il governo dell'azienda e delegarvi l'istituzione di un comitato che controlli l'operato del management.
- il sistema dualistico (di ispirazione tedesca), che prevede la presenza di due organi: il Consiglio di Sorveglianza nominato dall'assemblea ed il Consiglio di Gestione, nominato dal Consiglio di Sorveglianza. Questo sistema è utilizzato maggiormente delle grandi imprese tedesche, spesso non quotate, influenzate da taluni azionisti di riferimento, che a loro volta possono essere grandi imprese industriali. Non possono essere scelti direttamente i componenti del management poiché potrebbero essere troppo esposti alle richieste di un singolo azionista che potrebbe essere guidato da interessi personali.

È necessario aggiungere che la letteratura teorica rileva la presenza di alcuni trade off associati alla dimensione del Consiglio di Amministrazione. Il vantaggio più rilevante di un CdA numeroso è l'ampia disponibilità di informazioni sulle diverse determinanti del valore dell'impresa che danno la possibilità ai membri del CdA di esercitare al meglio la funzione di controllo. L'evidenza empirica suggerisce però una relazione negativa tra dimensione del CdA e performance dell'impresa, infatti, un CdA numeroso implica alti costi di coordinamento e più accentuati problemi di free riding. Questo si può verificare in quanto al crescere della sua dimensione, decresce l'influenza media dei singoli membri, e si riducono gli incentivi degli amministratori a sostenere anche i costi privati per raccogliere informazioni ed a svolgere attivamente la funzione di monitoring sui manager.

Inoltre, la composizione del CdA sta assumendo un ruolo sempre più importante per la Corporate Governance e presenta membri con incarichi diversi. Gli amministratori possono essere esecutivi (Executive Director) e non esecutivi (Non Executive Director). I primi godono di potere decisionale e sono direttamente impiegati nella gestione aziendale, sono quindi anche manager e si occupano della gestione day-by-day. Gli amministratori non esecutivi invece partecipano attivamente alla vita consiliare, definendo la strategia, facendo attività di monitoring e supportando il top management, ma non sono impiegati direttamente nella gestione aziendale. La loro funzione di

controllo sul management è particolarmente importante in quanto gli amministratori esecutivi si potrebbero trovare in conflitto di interessi. Questa figura è stata delineata dal già citato Codice Preda, e si è velocemente imposta come best practice. All'interno della categoria degli amministratori non esecutivi si trova quella degli amministratori indipendenti che perseguono l'interesse della società e grazie alla loro indipendenza sono difficilmente influenzabili da chi esercita il potere. Questo ruolo è regolato dagli articoli 2387 e 2399 del Codice civile e dall'articolo 148 del TUF. Gli amministratori indipendenti devono soddisfare una serie di requisiti personali atti a garantirne la loro indipendenza:

- non essere stato amministratore esecutivo o dipendente della società negli ultimi tre anni;
- non avere rapporti commerciali o professionali con la società;
- non ricevere compensi aggiuntivi oltre al gettone per la carica;
- non essere nel CdA di società controllate o avere legami con la società di revisione;
- si può rimanere in carica per un massimo di nove anni.

Il codice di Autodisciplina, nell'articolo 3 comma 3, ne definisce altresì il numero all'interno di una società: "Il numero e le competenze degli amministratori indipendenti sono adeguati in relazione alle dimensioni del consiglio e all'attività svolta dall'emittente [...]. Negli emittenti appartenenti all'indice FTSE-Mib almeno un terzo del consiglio di amministrazione è costituito da amministratori indipendenti. Se a tale quota corrisponde un numero non intero, quest'ultimo è arrotondato per difetto. In ogni caso gli amministratori indipendenti non sono meno di due."

La presenza di amministratori indipendenti è uno strumento di monitoring e pressione sul management in difesa dell'interesse dell'impresa e degli azionisti di minoranza. Nell'atto pratico però gli amministratori indipendenti hanno meno informazioni, sono remunerati dalla società ed il loro compenso è di gran lunga inferiore rispetto a quello degli esecutivi, inoltre l'incarico è soggetto a riconferma da parte del manager o dell'azionista principale e questo fa sì che si trovino in una posizione di conflitto di interessi e siano "catturabili" dal manager. In relazione a questo, Luigi Spaventa, ha pubblicato un noto articolo nel quale critica l'efficacia della figura degli amministratori indipendenti: "L'esercizio di definire con enumerazione tassativa i requisiti di indipendenza è in parte vacuo: quelli indicati dal disegno di legge, o i nove elencati dalla Raccomandazione della Commissione europea rappresentano condizioni necessarie a evitare conflitti d'interesse in capo al soggetto, ma non sufficienti per garantirne una effettiva indipendenza, la quale non è suscettibile di definizione formale. E infatti la Raccomandazione, dopo il lungo e puntiglioso elenco, è costretta a introdurre una sorta di prescrizione di chiusura: "l'amministratore indipendente si impegna a esprimere con chiarezza la sua opposizione qualora una decisione del consiglio d'amministrazione possa danneggiare la società", sino a trarre "le conclusioni del caso" qualora "nutra serie riserve". Ben detto. Ma chi ci dice che ogni amministratore che soddisfa i requisiti formali di indipendenza, la cui conferma nell'incarico dipende tuttavia dall'azionista di controllo, è sempre pronto a mantenere quell'impegno? Un'antica storiella inglese narra di un giornalista radicale assunto da un giornale conservatore con stipendio lauto e garanzia di libertà di opinione, il quale, a un amico che lo vedeva intristito e gli domandava se, ben pagato, non potesse scrivere quello che voleva, rispose "I can, but I don't"."

Per quanto riguarda il contesto italiano, Santella, Drago e Paone (2006) hanno svolto un'analisi, per verificare il rispetto dei requisiti di indipendenza da parte degli amministratori indipendenti, in cui sono stati valutati un complessivo di 284 amministratori indipendenti, appartenenti ai CdA di 40 società italiane quotate al dicembre 2004. L'analisi empirica è stata condotta sulla base dei documenti societari risalenti all'anno 2003, che sono stati pubblicati dalle imprese stesse e resi disponibili sui siti internet di queste ultime o sui siti della Consob e della Borsa italiana. Dall'indagine è emerso che solo per 5 dei 284 amministratori indipendenti è possibile verificare l'adesione a tutti criteri di indipendenza previsti dal Codice Preda e per soli 18 amministratori su 284 è possibile verificare l'adesione ad almeno 4 criteri su 5. Più in particolare, guardando due dei criteri fondamentali del Codice Preda, neanche per il 96% degli amministratori è possibile verificare l'assenza di rapporti d'affari con la società o una società collegata o tale indipendenza è contraddetta dall'informativa aziendale. Vi è inoltre una significativa percentuale di amministratori per i quali esiste, o è verificata, la possibilità che essi siano stati membri dei CdA per molti anni per cui la loro indipendenza di giudizio potrebbe essere pregiudicata. Infine, vi sono alcuni amministratori che svolgono un ruolo ausiliario rispetto agli azionisti di controllo. In quasi tutti i casi o si contraddice il principio della presunta indipendenza degli amministratori o non è possibile verificarla. Gli autori hanno esortato dunque la comunità finanziaria o l'opinione pubblica a colmare tale lacuna ed a verificare che le prescrizioni del Codice Preda siano rispettate. Viene proposta un'alternativa rappresentata da controlli che potrebbero essere realizzati dalla Borsa italiana o da altra autorità, come ad esempio la Consob, su quanto viene dichiarato delle imprese in merito agli amministratori indipendenti e sulla loro possibilità di attuare sanzioni quando necessario.

Il secondo meccanismo interno è la **Remunerazione dei Dirigenti che** si compone di diverse parti:

- <u>stipendio</u>: la somma pagata durante l'anno e fissata da contratto;
- bonus: una somma variabile collegata alle prestazioni a breve termine;

-

<sup>&</sup>lt;sup>9</sup> https://www.lavoce.info/archives/22984/minoranze-in-consiglio/, "Minoranze in consiglio", 30 maggio 2005, lavoce.info.

- <u>premi azionari</u>: azioni vendute o cedute al manager con un forte sconto. Allineano gli obiettivi del manager a quelli aziendali;
- opzioni su azioni (stock options): diritto ad acquistare, entro un determinato periodo, azioni ad un prezzo fissato al momento in cui l'opzione è offerta, per cui il compenso è misurato dalla differenza tra il prezzo di mercato dell'azione al momento dell'esercizio dell'opzione e l'importo pagato dal dirigente. Questo meccanismo incentiva il manager a massimizzare il valore dell'impresa nel lungo periodo, infatti se il manager lavorerà in modo virtuoso potrà far crescere il prezzo delle azioni, avendo poi la possibilità di acquistarle ad un prezzo fisso inferiore. La minaccia legata alle stock option è che i manager potrebbero diventare "amanti del rischio" o portare avanti azioni "disoneste" per cercare di aumentare il prezzo delle azioni alla fine del periodo di durata delle opzioni, anche corrompendo analisti e revisori e falsificando i libri contabili. Inoltre, potrebbero retrodatare le opzioni ad una data che precede l'aumento del costo del titolo.

Questo tipo di remunerazione segue le logiche della teoria degli incentivi e dell'agenzia, che suggeriscono di collegare la remunerazione del manager alla sua prestazione, sfruttando il metodo pay-for-performance, facendo sì che il suo operato vada a giovare agli interessi della proprietà, valorizzando l'impresa. L'evidenza mostra una forte relazione tra compenso del dirigente e dimensione della società, per cui la remunerazione sarà più alta per chi dirige grandi imprese. Esistono poi evidenze empiriche che mostrano una debole relazione tra pay e performance, determinando che il manager abbia la possibilità di fare camouflage, ossia una serie di metodi di retribuzione o benefici concessi al top management che non possono essere rivelati chiaramente nella documentazione aziendale obbligatoria. Inoltre, in presenza di insiders, l'incentivazione con partecipazione all'equity favorirà meccanismi collusivi o di managerial entrenchment. Per managerial entrenchment o arroccamento si fa riferimento ad un'azione, come ad esempio l'investimento di fondi aziendali, che viene effettuata da un manager, al fine di aumentare il proprio valore percepito come dipendente, piuttosto che a vantaggio finanziario dell'azienda. Il professore Michael Weisbach (1988) lo ha definito come: "Managerial entrenchment occurs when managers gain so much power that they can use the firm to further their own interests rather than the interests of shareholders."

G. Brunello, C. Graziano e B. M. Parigi (2003) hanno realizzato uno studio per analizzare il turnover degli amministratori delegati in relazione alla performance, in un campione di 60 società private quotate in Borse, in un arco temporale di 9 anni dal 1988 al 1996. Hanno mostrato infatti che il turnover del CEO è negativamente correlato alla performance dell'azienda, per cui questi viene sostituito se i risultati non sono soddisfacenti, ma questo rapporto vale solo se l'azionista di controllo non è il CEO, infatti se il CEO è l'azionista dominante, non viene rimosso.

Per quanto riguarda poi la relazione tra remunerazioni e risultati, si evince che, in Italia, la parte variabile, e quindi incentivante, è molto bassa. L'elasticità pay-for-performance è più alta nel caso di imprese quotate, imprese straniere o imprese partecipate da multinazionali estere.

Il terzo meccanismo di Corporate Governance sono i **block holders** e gli **investitori istituzionali.** Blockholders o Large Shareholders sono individui od organizzazioni che posseggono una quantità sostanziale (un blocco) di azioni di una società. A causa dell'elevato numero di azioni detenute, i blockholder possono influenzare la direzione della società esercitando i propri diritti di voto e minacciando di vendere le proprie azioni, con un impatto negativo sul prezzo. Sono incentivati a portare avanti l'attività di monitoring per evitare il problema del free riding<sup>10</sup> ed a migliorare la gestione, al fine di aumentare il valore della propria quota. Di questa categoria fanno parte i fondatori dell'impresa che hanno venduto quote per finanziarsi ed investitori insider che hanno comprato la quota in blocco.

Il ruolo positivo dei Large Shareholders è evidenziato da Shleifer e Vishny in un'analisi del 1986, alla cui conclusione si evince che tanto maggiore è la percentuale di proprietà dei Large Shareholders, tanto più alto sarà il profitto atteso della società. Infatti, dall'analisi si desume che più aumenta la percentuale di azioni della società possedute dal Large Shareholders, il takeover diventa più facile e cresce il prezzo delle azioni.

Gli Investitori Istituzionali sono fondi d'investimenti, fondi pensione, banche o assicurazioni, che effettuano investimenti in maniera sistematica e cumulata ed acquisiscono quote di altre società. Si definisce proprietà istituzionale la frazione di azioni dell'azienda detenuta dagli investitori istituzionali.

Nonostante il problema del free rider, gli investitori istituzionali hanno un incentivo più forte ad attivare monitoring sulla società, di cui possiedono le quote, rispetto ai singoli investitori, in quanto queste sono in quantità maggiori. Possono svolgere inoltre un ruolo positivo nella gestione aziendale, infatti nel caso la loro partecipazione diventasse rilevante potrebbero far eleggere un rappresentante all'interno del CdA, da un lato portando avanti azioni di miglioramento, dall'altro con il rischio di alleanza con gli azionisti insiders.

Un altro rischio legato al ruolo degli investitori istituzionali all'interno della società è che questi siano passivi e non portino avanti azioni di monitoring, ma si occupino di spostare il loro investimento nel caso l'impresa dovesse avere performance negative. Da qui nasce l'idea che sovente, gli investitori istituzionali "vote with their feet".

È necessario precisare che quando la partecipazione supera il 2%, va informata la Consob.

21

<sup>&</sup>lt;sup>10</sup> Il problema del free riding si verifica quando un individuo ottiene dei benefici in termini di beni, risorse e servizi, senza contribuire al loro pagamento, di cui però si fa carico tutta la collettività.

Negli anni sono state condotte molte analisi per quanto riguarda il modo in cui agiscono gli investitori istituzionali ed in particolare si è fatta strada l'idea che esista una relazione positiva tra Corporate Governance ed Institution Ownership. Nel 1985 Williamson e Grossman e Hart nel 1986 hanno affermato che l'opportunismo manageriale riduce la quantità di capitale con cui gli investitori sono disposti a contribuire all'impresa. Inoltre, Shleifer and Vishny nel 1997 hanno affermato che la Corporate Governance si occupa di ridurre i problemi di agenzia. Gli investitori istituzionali hanno forte responsabilità fiduciaria e partendo da questa idea, nel 1996, Del Guercio ha mostrato come molti investitori istituzionali spostino il proprio portafogli di azioni verso investimenti considerati prudenti. Grinstein e Michaely, inoltre, nel 2005 hanno suggerito che gli investitori istituzionali evitino di investire in aziende che non pagano i dividendi, perché un'azione "prudente" deve aver pagato stabilmente i dividendi negli anni addietro. Per ridurre i costi di monitoraggio, Bushee and Noe nel 2000 hanno altresì suggerito che gli investitori istituzionali preferiscano aziende con miglior "Disclosure Rankings". Infine, nel 2009 Chung, Elder e Kim hanno sostenuto che una buona governance migliora la trasparenza finanziaria ed operativa, riducendo l'asimmetria informativa tra gli addetti ai lavori ed investitori esterni. Hanno scoperto infatti che le aziende con una migliore governance aziendale avevano un'alta liquidità del mercato azionario e minori costi di negoziazione.

È quindi evidente che gli investitori istituzionali preferiscano le azioni di società con una buona Corporate Governance, perché richiederanno minore monitoraggio, avranno più alta liquidità del mercato, e sarà più facile soddisfare la responsabilità fiduciaria.

Partendo da queste teorie, Chung e Zhang (2009) hanno evidenziato inoltre il ruolo della corporate governance come mezzo per attrarre investitori istituzionali. In contrasto con le ricerche precedenti che si sono basate su un singolo attributo di governance, il loro studio ha utilizzato misure globali di qualità della corporate governance, costruita da 50 fattori di governance per un gran numero di aziende statunitensi. I risultati di regressione dei minimi quadrati ordinari (OLS) hanno mostrato che la percentuale di azioni che sono detenute da investitori istituzionali sono positivamente e significativamente correlate alla sua qualità della governance per tutti i tipi di investitori istituzionali. È stato inoltre mostrato che la percentuale di investitori istituzioni che detengono le azioni di un'impresa aumenta con la sua qualità della Corporate Governance costituita dai 50 fattori di governance.

Alcuni studi precedenti hanno affermato che la Corporate Governance abbia rilevanza soltanto nei paesi con bassa protezione legale e che quindi gli investitori istituzionali preferiscano un buon governo societario solo in paesi con protezioni legali a livello nazionale deboli. Le evidenze ottenute dallo studio si contrappongono però con questa idea in quanto gli investitori istituzionali danno

importanza ad una buona Corporate Governance anche in paesi con un livello di protezione legale forte, come nel caso degli Stati Uniti.

La Corporate governance è quindi diventata un criterio di investimento sempre più importante per gli investitori istituzionali. Di conseguenza, lo spostamento della domanda di investitori istituzionali da azioni di società governate in modo scarso ad azioni di società con una buona gestione potrebbe aver portato ad una diminuzione del prezzo delle azioni delle prime ed un aumento del prezzo delle azioni delle seconde.

Il ruolo degli investitori istituzionali è stato però criticato da uno studio condotto da Marc Goergen, Luc Renneboog e Chendi Zhang (2008), i quali, prendendo in considerazione le società quotate del Regno Unito, si sono domandati se queste figure portino effettivamente avanti l'attività di monitoring. Lo scopo di questo articolo è quello di verificare se gli azionisti istituzionali del Regno Unito controllino direttamente o indirettamente la gestione delle società a cui partecipano. Gli autori, infatti, hanno preso in considerazione il contesto UK in quanto, nella maggior parte delle società dell'Europa continentale, il controllo è di tipo familiare mentre nel Regno Unito, gli investitori istituzionali sono il più comune grande azionista, seguito da amministratori che possiedono grandi quote di minoranza nella maggior parte delle società quotate. L'evidenza empirica suggerisce che gli investitori istituzionali si astengano dal monitorare le imprese delle quali posseggono azioni e preferiscano seguire strategie di investimento passivo. Tuttavia, azioni di Corporate governance da parte di investitori istituzionali possono essere difficili da individuare. Se gli investitori istituzionali sono efficienti, quindi le loro attività di monitoraggio trasmetteranno nuove informazioni sul futuro dell'azienda, danno valore ad altri azionisti esterni e riducono il contenuto informativo delle attività degli amministratori. Al contrario, se gli investitori istituzionali non monitorano, le fluttuazioni del prezzo delle azioni non dovrebbero essere diverse da quelle per le imprese senza investitori istituzionali.

La conclusione a cui sono giunti è che gli investitori istituzionali non hanno un impatto significativo sulla reazione del mercato agli acquisti ed alle vendite, inoltre altri tipi di azionisti, principalmente famiglie e altre aziende, riducono la reazione del mercato sia agli acquisti che alle vendite degli amministratori. Ciò suggerisce che questi ultimi tipi di azionisti, al contrario degli investitori istituzionali, si impegnino maggiormente nel monitoraggio. Ciò nonostante, i recenti sviluppi nel governo societario nel Regno Unito (Myers, 2001) hanno esercitato pressioni sugli investitori istituzionali affinché diventassero più attivi.

Negli anni recenti, tra gli investitori istituzionali che agiscono in maniera più attiva per disciplinare il manager ci sono Hedge Funds e Private Equity. Gli hedge funds nascono come fondi speculativi che raccolgono finanziamenti da grandi risparmiatori e fanno investimenti ad alto rendimento che li incentiva a fare monitoring. Questo è anche dovuto al fatto che la struttura di retribuzione dei gestori del fondo che è proporzionale al profitto conseguito. Gli hedge funds creano valore per gli azionisti della società, generando incrementi nel valore delle azioni. A questo proposito, la rivista LaVoce.info<sup>11</sup> ha riportato un'analisi effettuata su un campione di 888 aziende statunitensi tra 2001 e 2005 e riporta che "[...]vi sono aumenti medi nel prezzo delle società obiettivo nell'ordine del 5-7 per cento quando viene annunciato l'impegno del fondo hedge, annuncio che spesso coincide con il raggiungimento della soglia del 5 per cento della proprietà. Questi aumenti di prezzo "anomali", cioè non dovuti a contemporanei movimento del mercato, sono da ricondursi alle aspettative di creazione di valore. Gli aumenti persistono anche dopo un anno, a indicare che in media le aspettative non sono tradite. Il prezzo scende, quando il fondo vende la partecipazione, solo se non ha raggiunto il suo obiettivo."

Il quarto meccanismo interno di Corporate Governance è la struttura del diritto di voto. Sovente, nelle imprese quotate, tutte le azioni ricevono la stessa frazione di dividendo ed hanno lo stesso diritto di voto nell'assemblea generale. Questa struttura, per cui ad un'azione corrisponde un voto, è detta *one-share-one-vote*. In alcuni casi però si possono avere azioni a due classi, ossia *dual class shares*, in cui la prima classe di azioni ha diritto di voto, o diritto di voto multiplo o plurimo, mentre la seconda classe di azioni non ha diritto di voto o ha diritto di voto singolo. Per quanto riguarda i dividendi, la frazione che viene data agli azionisti sarà la stessa per ogni categoria di azioni.

La struttura del diritto di voto ha come obbiettivo finale quello di facilitare i cambiamenti di management nella giusta direzione, ossia sostituendo manager incapaci con manager capaci e non sostituire manager capaci con manager incapaci.

Grossman e Hart (1988) hanno dimostrato che la struttura del diritto di voto influenza le condizioni in cui si verifica un cambio di controllo e i termini in cui si verifica. Principalmente, l'assegnazione dei diritti di voto alle azioni determina quali azioni a parte dovranno essere acquistate per ottenere il controllo. In secondo luogo, l'assegnazione del valore delle azioni determina il costo di acquisto degli stessi diritti di voto.

È nell'interesse degli azionisti stabilire il costo di acquisire il controllo, coerente con un controllo dei cambiamenti che si verificano ogni volta che aumenta la ricchezza degli azionisti. Sotto certi ipotesi, il modello *one-share-one-vote* è da considerarsi ottimale.

<sup>&</sup>lt;sup>11</sup> Giovanna Nicodano, 08/07/2008.

Il quinto meccanismo di Corporate Governance è la disciplina del debito. Il debito è l'obbligo giuridico, da parte di un soggetto detto debitore, di eseguire un rimborso, a favore di un soggetto detto creditore. Fa parte dei metodi di Corporate governance in quanto ha una funzione disciplinante. Di questo tema si è occupato Jensen (1986), esponendo i vantaggi del debito nel ridurre i costi di agenzia e come il debito può sostituire i dividendi, sottolineando quindi i benefici del debito nel motivare i manager ad essere efficienti. Per il manager, il debito comporta una minaccia di fallimento che lo spingerà ad adottare un comportamento efficiente, non investendo in progetti con NPV negativo e non trattenere per sé benefici non monetari.

# CAPITOLO 2: Tutela degli azionisti

Durante gli anni 2000 si sono susseguiti una serie di scandali e fallimenti finanziari che hanno reso necessaria una riflessione sui metodi con cui il legislatore si occupava di evitare l'espropriazione degli azionisti di minoranza. Infatti, le problematiche giuridiche sollevate dalle vicende Parmalat, Cirio, Finmatica e Giacomelli hanno sollecitato interventi normativi volti ad accrescere, tramite un rafforzamento della vigilanza prudenziale, la stabilità degli intermediari, la legittimità dei comportamenti e la trasparenza delle operazioni. Per primo, venne emanato il Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, numero 58, del TUF o Legge Draghi, all'interno della quale sono presenti nuove regole per l'informativa societaria, le partecipazioni incrociate, i patti di sindacato, la nuova disciplina dell'OPA, rispetto alle regole del 1993, e la tutela delle minoranze.

Più nello specifico, per quanto riguarda la disciplina dell'OPA, nel 2007 il decreto legislativo numero 229, attua le nuove direttive dell'Unione Europea 2004/25/CE, riguardo le nuove direttive sulle offerte pubbliche di acquisto.

Successivamente, nel 2002, è stato emanato il Decreto-legge numero 61 riguarda la "Depenalizzazione del Falso in bilancio". Già il 26 maggio 2000 il Governo Amato II ratificò ed inviò al parlamento un disegno di legge con delega al governo per la riforma del diritto societario.

La delega, che portava la firma del Ministro della Giustizia Piero Fassino, non fu approvata entro la fine della legislatura ma, subito dopo il suo insediamento, il Governo Berlusconi II recuperò il disegno di legge, che venne pesantemente modificato dal parlamento e poi approvato (legge 366/2001).

Tre mesi dopo il Governo Berlusconi emanò poi in attuazione della delega il decreto legislativo 61/2002, che avrebbe di fatto depenalizzato il reato di falso in bilancio, prevedendo: riduzione delle sanzioni con termini di prescrizione più brevi, procedibilità a querela, postergazione di intervento penale ad effettiva verifica del danno patrimoniale per gli azionisti e creditori, soglie di punibilità quantitative per le false comunicazioni sociali. In risposta, il 28 dicembre 2005 venne emanata la legge numero 262 "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari", che prevedeva un aumento delle pene rispetto a quelle previste nel 2002 e sanzioni amministrative quasi inapplicabili.

Successivamente la legge 69/2015, approvata durante il Governo Renzi, ha riscritto totalmente il reato di falso in bilancio, rimuovendo la depenalizzazione del 2002 e riportandolo sotto l'ambito del penale.

#### 2.1) Norme e strumenti per la tutela degli azionisti

La protezione degli azionisti in Italia si fonda su alcune norme e strumenti, in particolare, l'informativa societaria, le norme a tutela degli azionisti di minoranza, la disciplina delle operazioni con parti correlate, l'offerta di pubblico acquisto e i relativi aggiornamenti, e gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo tra cui, partecipazioni incrociate, patti di sindacato e piramidi societarie.

L' informativa societaria, è un complesso di norme, descritta nel TUF art.114 e seguenti, riguardanti le quote azionarie possedute, le informazioni privilegiate, le operazioni straordinarie ed i documenti contabili periodici. Le informazioni contenute all'interno dell'informativa societaria sono tutte disponibili nel caso l'impresa sia quotata in Borsa. Serve a identificare chi è il "proprietario ultimo" dell'impresa. Con la redazione dell'informativa societaria a norma di legge, infatti, si possono identificare gli azionisti che detengono il potere, poiché sono soggetti all'obbligo di comunicazione alla Consob e alla società partecipata (secondo l'art.120 del d.lgs. n. 58/98 del TUF) coloro (persone fisiche, enti o società) che partecipano in una società con azioni quotate in misura superiore al 2% del capitale. La comunicazione deve essere fatta dalla capogruppo, cioè dal soggetto più in alto nella catena di controllo (proprietario ultimo). Ogni 15 giorni la Consob deve essere informata di eventuali cambiamenti

Le **norme a tutela delle minoranze,** incluse nel TUF, sono misure a difesa della partecipazione degli azionisti di minoranza in assemblea.

La prima norma è <u>l'abbassamento di alcune soglie di capitale per l'esercizio dei diritti</u>, in particolare sono richieste quote di capitale dimezzate per la convocazione dell'assemblea, la denuncia al collegio sindacale di fatti censurabili e la denuncia al tribunale di gravi irregolarità.

L'art. 2370 c.c. disciplina il diritto di intervento in assemblea e l'esercizio del voto ed in particolare consente l'uso di mezzi di telecomunicazione ed il ricorso al voto per corrispondenza nelle assemblee di S.p.A., ove ciò sia stabilito con clausola statutaria: "lo statuto può consentire l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione ovvero l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica. Chi esprime il voto per corrispondenza o in via elettronica si considera intervenuto all'assemblea". La facoltà, da parte di una società, di prevedere nello statuto l'esercizio del voto per corrispondenza è istituita dal TUF art 127.

Inoltre, secondo la disciplina dal TUF, negli articoli dal 136 al 144, si sono operate semplificazioni delle procedure per <u>la sollecitazione e la raccolta delle deleghe di voto</u>. Per sollecitazione delle deleghe si intende la procedura secondo cui uno o più soci si fanno parte attiva,

rivolgendo la richiesta di delega a più di duecento azionisti per ottenere il maggior consenso possibile intorno ad alcune specifiche proposte di voto. Diversa dalla sollecitazione è la raccolta delle deleghe, vale a dire la richiesta di conferimento di deleghe effettuata dalle associazioni di azionisti per la difesa degli interessi comuni.

L'atto costitutivo della società può prevedere disposizioni volte a facilitare la raccolta delle deleghe presso gli azionisti dispendenti.

Per quanto riguarda il <u>diritto di recesso</u>, ossia il diritto al rimborso del prezzo medio delle azioni negli ultimi 6 mesi, può essere messo in atto, per gli azionisti dissenzienti, nel caso di scissione, se questa comporta l'assegnazione di azioni non quotate, nel caso di fusioni ed acquisizioni con società le cui azioni non sono quotate, nel caso di fusioni transfrontaliere, nel caso di modifica radicale dell'oggetto sociale e nel caso di cambiamento della struttura del diritto di voto. Il diritto di recesso del socio è disciplinato dall'articolo 2437 del Codice civile.

Infine, l'ultimo metodo di tutela delle minoranze è <u>l'azione di responsabilità contro</u> amministratori, sindaci e direttori generali. Per azione di responsabilità si definisce l'azione con cui si chiede il risarcimento del danno all'amministratore, direttamente nelle casse della società. Può essere portata avanti da un numero di soci pari ad almeno il 5% del capitale ed iscritti almeno da sei mesi nel libro dei soci. Fino al 2003, l'unico modo per attuare un'azione di responsabilità contro amministratori, sindaci o direttori generali era attraverso una delibera dell'assemblea ordinaria, secondo le prescrizioni dell'articolo 2393 del Codice civile.

L'avvento della riforma del 2003 aveva l'obiettivo di risolvere i problemi di espropriazione dei piccoli azionisti, ma questa soluzione in realtà non li incentivava comunque ad intentare una causa per via di due fattori: in primo luogo la difficolta che riscontrerebbero gli azionisti di minoranza, privi di poteri di controllo diretto e quindi di accesso alla documentazione sull'amministrazione, a reperire le prove necessarie a supporto dell'azione in giudizio; in secondo luogo i costi che questi dovrebbero sostenere per ottenere un beneficio soltanto indiretto, derivato da un eventuale condanna dell'amministratore al risarcimento del danno che andrebbe tuttavia a confluire nelle casse sociali e solo in maniera indiretta si rifletterebbe sul valore delle singole partecipazioni azionarie.

Nel 2005 quindi fu prevista la legittimazione a far causa agli amministratori anche in capo al Collegio Sindacale, previa delibera a maggioranza di due terzi dei componenti, il quale avrebbe dovuto essere spinto ad agire, tenuto conto che questo rientri nei suoi precisi doveri. Anche eventuali creditori sociali, nel caso in cui il patrimonio della società sia insufficiente al loro pagamento e che lo sia a conseguenza della cattiva gestione degli amministratori, possono rivolgersi direttamente agli amministratori e chiedere il risarcimento del danno subito, commisurato al credito rimasto insoluto

(art. 2394 c.c.). Infine, ciascun socio o il singolo terzo può esercitare un'azione contro gli amministratori per domandarne il risarcimento, quando questi abbiano procurato un danno diretto al patrimonio del singolo socio o del terzo (art. 2395 c.c. e art. 2476, 6° co., c.c.).

La disciplina delle operazioni con parti correlate è il terzo strumento di protezione degli azionisti di minoranza. Per operazioni con parti correlate si intendono azioni che una società quotata compie insieme e nei confronti soggetti insider in potenziale conflitto di interesse, in particolare per parti correlate si intendono imprese controllate o collegate nel gruppo, personale direttivo con responsabilità strategiche o familiari dell'insider. Le operazioni messe in atto sono: acquisto o vendita di beni, o di attività, o di servizi, contratti di leasing e garanzie, pagamento di passività in nome o per conto di un'altra parte.

I rischi di queste operazioni sono il trasferimento di ricchezza a favore delle parti correlate, l'appropriazione di benefici privati del controllo e l'esecuzione di operazioni non nell'interesse della società. In generale quindi, le operazioni con parti correlate sono una delle vie più usate per effettuare il *tunneling*. Il *tunneling* è l'insieme di meccanismi per l'estrazione dei benefici privati del controllo e tra questi si individuano:

- Manager che si attribuiscono compensi elevati e comprano beni di lusso, che vengono approvati dal consiglio di amministrazione, riducendo il profitto per gli azionisti.
- Assunzioni non meritocratiche ma a vantaggio del manager o di chi detiene il controllo. Azioni di familismo.
- Manager che sottraggono valore facendo acquisire all'impresa, a caro prezzo, input prodotti da imprese di loro proprietà o facendo vendere i suoi prodotti a prezzi ribassati.
- Manager che fondono l'impresa con un'altra società a prezzi svantaggiosi per gli azionisti di minoranza.

Dal settembre 2010, la Consob ha introdotto il "Regolamento in materia di operazioni con parti correlate" n.17221/2010, secondo cui, tutte le trattative su operazioni con parti correlate, devono essere condotte coinvolgendo il Comitato degli Amministratori Indipendenti e da esso devono essere approvate; al contrario in caso di assenza del Comitato, dovranno essere approvate dall'Assemblea dei Soci.

IL TUF distingue due categorie di operazioni, a seconda del superamento o meno di alcuni parametri quantitativi inseriti nel regolamento della Consob: le operazioni di minore rilevanza e le operazioni di maggiore rilevanza che possono essere considerate tali nel caso siano di un ordine di grandezza costituito dal 5% dell'attivo della società che le compie. Per le prime è necessario che un comitato interno al CdA, composto da amministratori non esecutivi, non correlati ed in maggioranza

indipendenti, esprima un parere non vincolante sulla correttezza e convenienza dell'operazione. Per le seconde, il giudizio del comitato, composto in questo caso da amministratori tutti indipendenti e non correlati, è vincolante ma le società possono andare oltre il parere negativo del comitato, tramite una delibera di autorizzazione dell'assemblea, adottata senza che vi sia il voto contrario della maggioranza dei soci non correlati <sup>12</sup>.

Per **OPA**, Offerta Pubblica d'Acquisto, si intende ogni offerta ed invito ad offrire finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari. L'OPA vale sulle azioni ordinarie di società italiane quotate in mercati regolamentati ed è rivolta a tutti i titolari di strumenti finanziari, anche con diritto di voto limitato. L'oggetto dell'offerta è la totalità delle azioni quotate che attribuiscono diritto di voto nelle assemblee riguardanti la nomina, la revoca o la responsabilità degli amministratori.

L'offerta pubblica d'acquisto può essere volontaria o obbligatoria. Inoltre, si individuano tre tipologie di OPA:

- <u>l'OPA successiva totalitaria</u>, che deve essere obbligatoriamente lanciato quando il pacchetto di controllo è acquisito direttamente dal socio di maggioranza. In questo caso il soggetto che acquisisce il controllo di una quotata ha l'obbligo di chiedere a tutti gli azionisti di minoranza di quella società di vendere a lui le loro azioni. Il prezzo di vendita è fissato per legge, e deve essere pari al più elevato pagato dall'offerente nei dodici mesi precedenti al lancio dell'OPA. In questo modo si tutelano gli azionisti di minoranza e si garantisce loro di partecipare al premio di controllo, poiché si presume che il prezzo più alto sia stato quello di acquisto del pacchetto di controllo.
- <u>l'OPA preventiva totalitaria</u> implica che l'offerente dichiari fin da subito l'intenzione di assumere il controllo della società e faccia un'offerta. Lo svantaggio di questa modalità è che il prezzo è fissato liberamente dall'offerente e non dalla legge, ma è necessario che sia invitante per coloro i quali è rivolta l'offerta.
- <u>l'OPA preventiva parziale</u>, è un'offerta che ha ad oggetto soltanto una parte di azioni, pari al 60% delle azioni della società bersaglio, ad un determinato prezzo fissato dall'offerente. È un'operazione vantaggiosa per l'offerente in termini di costi, ragion per cui è attuabile soltanto se autorizzato dalla Consob e se ricorrono alcune condizioni: l'offerente e le persone che agiscono di concerto a lui non devono aver acquisito partecipazioni in misura superiore all'1%, durante l'anno precedente; inoltre l'offerta deve essere approvata da tanti azionisti quanti quelli necessari a possedere la maggioranza dei titoli, escludendo dal computo i titoli

\_

<sup>&</sup>lt;sup>12</sup> È la così detta procedura di whitewash.

posseduti dall'offerente, dal socio di maggioranza se la sua partecipazione è superiore al 10% e dalle persone che agiscono di concerto con lui.

Fino al 2014, l'obbligatorietà sorgeva qualora un soggetto (o più soggetti insieme) detenesse, a seguito di acquisti a titolo oneroso, una partecipazione nel capitale ordinario della società che superasse il 30%. Successivamente la legge n. 116 del 11 agosto 2014 (il "Decreto Competitività") ha apportato importanti modifiche alla disciplina delle società quotate contenuta nel TUF, una tra queste, l'ammissione della riapertura dei termini di offerta per gli azionisti che non avevano aderito, in caso di successo dell'OPA.

Questo va a ridurre la "coazione a vendere" sugli azionisti di minoranza che temono la riduzione del valore delle azioni post OPA, riduzione di valore causata dall'estrazione di benefici privati da parte del nuovo azionista di controllo. Inoltre, viene introdotta, nel calcolo della soglia del 30% del capitale sociale, la possibilità di considerare anche strumenti derivati, per evitare che l'obbligo di fare l'OPA sia aggirato, acquistando swaps e opzioni invece di azioni ordinarie. Da fine 2014 poi, l'obbligo di OPA è scattato al 25% per le società quotate con oltre 500 milioni di Capitalizzazione di Mercato.

Nel caso delle piccole e medie imprese (PMI), per le quali si intende società con capitalizzazione media di mercato inferiore a 500 milioni di euro e/o con fatturato non superiore a 300 milioni di euro, è stata disposta la facoltà di stabilire "con apposita previsione dello statuto sociale, la soglia OPA più adeguata alle proprie caratteristiche nell'ambito di un intervallo prestabilito compreso tra il 25% e il 40%, nonché l'introduzione della facoltà per ciascuna PMI di sospendere, con apposita previsione dello statuto sociale, l'applicazione delle disposizioni in materia di c.d. OPA da consolidamento durante i primi cinque anni successivi alla quotazione." ('art. 106, comma 1-ter e 3-quater, TUF). Nel caso di superamento della soglia rilevante, l'acquirente, entro i successivi venti giorni, deve promuovere l'offerta sulla totalità dei titoli.

L'obbligo di OPA sussiste altresì nel caso in cui il superamento della soglia rilevante abbia origine dalla somma degli acquisti o dalle maggiorazioni di voto di persone che agiscono di concerto, ossia persone che "cooperano tra loro sulla base di un accordo volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o contrastare il conseguimento degli obbiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio." (art. 101-bis, 4° co., TUF). Nel caso venga violato l'obbligo di OPA, la giurisprudenza prevede che venga sospeso il diritto di voto connesso all'intera partecipazione ed i titoli, che eccedono la soglia rilevante al fine del lancio dell'OPA, devono essere venduti entro l'anno successivo. Inoltre, chi omette di lanciare l'OPA è tenuto a risarcire del danno

subito gli azionisti di minoranza, di una cifra pari alla differenza tra il prezzo al quale sarebbe stata lanciata l'offerta ed il prezzo dei titoli nel periodo di riferimento.

## 2.2) Strumenti di separazione tra proprietà e controllo

Una partentesi più ampia deve essere fatta per gli strumenti di **separazione tra proprietà e controllo**, che comprendono partecipazioni incrociate, patti di sindacato e piramidi societarie.

#### 2.2.1) Partecipazioni incrociate

Si parla di partecipazioni incrociate o partecipazioni reciproche nel momento in cui si ha un incrocio di partecipazioni tra società quotate o tra controllata e controllante, quindi quando due o più società risultano le une socie delle altre. Nel caso di partecipazioni incrociate, le quote rispettivamente possedute da due imprese, l'una nell'altra sono uguali, mentre, nelle partecipazioni reciproche, l'uguaglianza delle partecipazioni non si verifica, pertanto una società potrebbe possedere una quota maggiore/minore dell'altra.

La partecipazione può avvenire tra società dello stesso gruppo o tra società apparentemente indipendenti. Questi tipi di partecipazione rischiano di sottrarre il controllo ed il potere decisionale agli azionisti di minoranza ed ostacolano la contendibilità del controllo.

Il fenomeno delle partecipazioni incrociate è regolato dal TUF, il quale stabilisce che un soggetto non possa detenere una partecipazione in misura superiore al 2%, in una società con azioni quotate, ma viene introdotta la possibilità di aumentare il limite della partecipazione al 5% previo accordo autorizzato dalle assemblee delle due società coinvolte. È inoltre previsto un limite del 10%, a condizione che il superamento della soglia da parte di entrambe le società avvenga a seguito di un accordo, preventivamente autorizzato dall'assemblea ordinaria delle società interessate.

Tale limite è infine elevato al 5% nel caso di una PMI. Nel caso invece si oltrepassi il limite indicato, la società non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti e deve cederle entro un anno dalla data in cui ha superato il limite.

In caso di mancata cessione entro il termine previsto, la sospensione del diritto di voto si estende all'intera partecipazione. Nel caso non fosse possibile accertare quale delle due società ha superato il limite, la sospensione del diritto di voto e l'obbligo di cessione viene applicata ad ambedue, salvo loro diverso accordo. L'esplicito esonero dall'applicazione della disciplina delle partecipazioni incrociate scatta nel caso in cui venga lanciata una preventiva offerta pubblica di acquisto.

#### 2.2.2) Patti di Sindacato

I patti di sindacato o patti parasociali sono accordi contrattuali che intercorrono tra alcuni azionisti di una società quotata che assicurano la tutela delle proprie aspettative di investimento ed il controllo delle decisioni d'impresa. Il carattere parasociale di questi accordi fa sì che non trovino collocazione fra i documenti formali della società e che siano vincolanti soltanto per i firmatari. La riforma del 2003 dell'articolo 2341 bis. e ter. del Codice civile, ne ha sancito la legittimità, fissando un limite di durata di cinque anni con possibilità di rinnovo, anche se il patto può avere durata indeterminata, consentendo in questo caso ad ogni partecipante di recedere con un preavviso di 180 giorni. Nelle società quotate, i patti devono essere resi noti a tutti i soci con una comunicazione alla società ed una dichiarazione all'inizio di ogni assemblea. Nel caso in cui l'obbligo venisse violato, i soci hanno aderito al patto sarebbero soggetti al divieto di votare e, nel caso in cui votassero comunque ed il loro voto fosse deliberante, le delibere adottate sarebbero annullate. I patti di sindacato sono soggetti anche alla disciplina del TUF che, con gli articoli 122 e 123, propone una normativa ancora più rigida in termini di trasparenza degli assetti proprietari e degli accordi.

In particolare, ai patti parasociali stipulati da società quotate in mercati regolamentati vengono imposti alcuni precetti: devono essere comunicati alla Consob e pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana, devono essere depositati presso il Registro delle Imprese, dove la società ha sede legale, ed infine devono essere comunicati alle società con azioni quotate. La pena per la mancata *pubblicità legale* comporta la nullità del patto ed ogni aderente potrà ritenersi non vincolato. La durata dei patti non può essere superiore a tre anni, ed a scadenza sarà possibile rinnovarli. Nel caso di patti a tempo indeterminato, ciascun membro del patto avrà diritto di recedere con un preavviso di sei mesi.

Dei patti parasociali fanno parte i <u>sindacati di voto</u> ed i <u>sindacati di blocco</u>. I sindacati di voto sono accordi stipulati tra alcuni soci che impongono a chi ha aderito l'obbligo di preventiva consultazione prima dell'esercizio del diritto di voto in assemblea. Qualora uno dei soci partecipanti al sindacato violasse l'impegno, la deliberazione assembleare non potrebbe essere invalidata, ma al suddetto socio potrebbero essere chiesti i danni causati agli altri soci, anche se potrebbe risultare non agevole dimostrare e quantificare i danni eventualmente subiti. Il sindacato di blocco è invece un accordo che prevede di porre dei limiti al trasferimento di azioni o di strumenti finanziari che attribuiscano diritti di acquisto o sottoscrizione delle stesse. Come deterrente per le violazioni dei patti possono essere utilizzate delle clausole penali, molto efficaci nel caso di sindacati di voto e meno nel caso di sindacati di blocco, per cui è necessario che la clausola sia contenuta nello statuto.

Per quanto riportato sopra, è evidente che i patti di sindacato siano strumenti che separano proprietà e controllo, facilitando l'espropriazione degli azionisti di minoranza e riducendo ancora di più il loro potere decisionale.

#### 2.2.3) Piramidi Societarie

Infine, dei metodi che separano proprietà e controllo fanno parte le piramidi societarie. Per piramidi si intendono gruppi societari al cui vertice è posta una società capogruppo, normalmente una holding finanziaria, ovvero una società il cui patrimonio è costituito da partecipazioni in società quotate, a cui sono sottoposte società controllate che a loro volta, a cascata, controllano altre società. In questo modo la società capogruppo ha la possibilità di gestire una fitta rete di aziende riducendo al minimo l'investimento di capitale iniziale nella società all'apice del gruppo, una cifra molto ridotta rispetto all'importo che sarebbe stato necessario nel caso in cui tutte le imprese facenti parte del gruppo venissero fuse in un unico soggetto.

Solitamente la base della piramide è soggetta a pagamenti molto elevati, perché le risorse devono salire fino al vertice della catena per arrivare agli azionisti che la controllano. Le piramidi societarie vengono definite anche "scatole cinesi", il cui termine è volto ad indicare una collezione di scatole di grandezza decrescente, che possono essere inserite l'una nell'altra in sequenza. La scatola cinese vera e propria è la società capogruppo al cui interno vengono annidate le altre società controllate.

La Porta, Lopez-de-Silanes, e Shleifer (1999) hanno dimostrato che le aziende fanno spesso parte di un gruppo aziendale con una struttura proprietaria piramidale. Infatti, hanno studiato le 20 più grandi aziende pubbliche in ciascuno dei 27 paesi più ricchi e hanno concluso che gli azionisti di controllo hanno spesso cash flow rights<sup>13</sup> molto inferiori ai loro diritti di controllo, principalmente a causa della proprietà piramidale ed affermano inoltre che "come beneficio di controllare un'impresa, l'imprenditore può deviare verso sé stesso parte dei profitti. Tale deviazione può prendere la forma di retribuzione eccessiva, di prezzi di trasferimento, di prestiti personali di favore, di contratti non di mercato e in qualche caso di vero e proprio furto". Allo stesso modo, Claessens, Djankov e Lang (2000) hanno analizzato le società capogruppo di 2980 aziende quotate in nove paesi dell'Asia orientale ed hanno scoperto che la struttura proprietaria piramidale è d'uso comune (infatti il 38,7% delle aziende sono controllate tramite una struttura piramidale) e che esiste una sostanziale deviazione tra i diritti di controllo e i diritti di flusso di cassa. Le strutture di proprietà piramidale possono portare

<sup>&</sup>lt;sup>13</sup> I diritti di cash flow sono i crediti finanziari degli azionisti nei confronti delle società (La Porta et al., 1999)

al tunneling, fenomeno spesso difficile da verificare. Bertrand, Mehta e Mullainathan (2002) hanno ideato un approccio indiretto per misurare la presenza del tunneling, osservando il movimento dei flussi di cassa attraverso una piramide. Hanno applicato infatti il metodo ad alcuni business group indiani nel periodo 1989-1999 ed i risultati hanno indicato che il fenomeno del tunneling all'interno dei suddetti gruppi aziendali è significativo. Infine, Almeida e Wolfenzon (2007) hanno presentato un modello secondo cui c'è correlazione tra l'estrazione di benefici privati del controllo e la struttura proprietaria piramidale.

#### Il contesto italiano

Il controllo societario, in Italia, è disciplinato dall'articolo 2359 del Codice civile e può manifestarsi come: controllo diretto, nel caso in cui una società disponga della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria di un'altra società; controllo di fatto, dove una società ha a disposizione una quantità di voti tale da esercitare un influenza dominante nell'assemblea ordinaria di un'altra società; ed infine controllo contrattuale, nel caso in cui una o più società si trovino sotto l'influenza dominante di un'altra società per mezzo di particolari vincoli contrattuali.

Il controllo azionario può essere svolto anche in maniera indiretta, nel caso in cui la società A controlli la società B, che a sua volta controlla la società C. Questo è il caso del gruppo a catena o piramidale. Sempre all'interno dell'articolo 2359 viene precisato che, per stabilire se fra due società sussista o meno un rapporto di controllo è necessario tenere conto anche dei "voti spettanti a società controllate, a società fiduciaria ed a interposta persona".

In questo contesto, al concetto di controllo societario è necessario affiancare quelli di direzione e coordinamento, elementi centrali affinché esista un gruppo societario, dove la società capogruppo ne eserciti l'attività. L'esercizio di tale attività è spesso agevolato dal fenomeno di *interlocking directorates*<sup>14</sup>, definito come la situazione in cui la stessa persona sia nominata amministratore di due o più società, o nel caso in cui due società nominino almeno un consigliere d'amministrazione in una terza società. Questo fenomeno assicura alla società capogruppo che le sue direttive siano eseguite in fretta.

In Italia, le piramidi societarie rappresentano il metodo più utilizzato per separare proprietà e controllo sottraendo agli azionisti il trasferimento del controllo e riservando benefici privati del controllo soltanto a pochi. Dal punto di vista legislativo è riconosciuta nell'ordinamento già dagli anni 40' ma nessuna contromisura è stata inizialmente presa per moderare questo fenomeno e limitarne la crescita o per prevenire i conflitti di interessi tra controllanti ed azionisti di minoranza. I

35

\_

<sup>&</sup>lt;sup>14</sup> Il fenomeno dell'Interlocking directorates sarà descritto in maniera approfondita nel paragrafo 2.3.

gruppi piramidali sono invece stati favoriti da una politica di tassazione neutrale, in particolare, negli anni 70' il credito d'imposta permetteva di tassare i dividendi solo una volta, a dispetto di quanti livelli avesse la catena; inoltre, il mercato è solito applicare uno sconto alla holding rispetto al valore delle partecipate in portafoglio.

Un'altra ragioni per cui è così frequente il ricorso a questo meccanismo di separazione tra proprietà e controllo, e che è sempre dipendente dai vincoli legali del quadro giuridico italiano, è l'impedimento all'utilizzo di azioni con diritto di voto multiplo. In altri paesi, come ad esempio in Svezia, dove c'è la possibilità di usufruire di azioni con voto multiplo, i gruppi piramidali sono meno diffusi<sup>15</sup> mentre in Germania, dove sono imposte limitazioni alle azioni simili a quelle italiane, sono consentite le partecipazioni incrociate<sup>16</sup>.

Il sistema delle scatole cinesi è fortemente criticato, e come ha affermato l'ex presidente di Confindustria Antonio D'Amato (2007) "la persistenza di scatole cinesi e leve lunghe di comando finisce per contraddire gli interessi degli azionisti di minoranza e le più elementari esigenze di trasparenza del mercato con grave danno per l'economia italiana e per la credibilità dell'intero paese",17.

Inoltre, Franco Debenedetti (2015) ha affermato che "la struttura piramidale, così diffusa nel nostro capitalismo, ha certamente effetti negativi su sviluppo e competitività del nostro sistema industriale". La seguente dichiarazione è stata successivamente citata all'interno del Disegno di Legge proposto dal Senatore Zenda recante il titolo "Delega al Governo in materia di controllo delle società quotate e di contrasto al fenomeno delle cosiddette «scatole cinesi»". 18

Per tutelare gli azionisti di minoranza da possibili abusi ed espropriazioni, i legislatori hanno portato avanti alcune riforme all'articolo 2497 e seguenti del Codice civile, volte a regolamentare il comportamento dei gruppi aziendali. Secondo il Codice civile quindi "Le società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale [...] Risponde in solido chi abbia comunque preso parte al fatto lesivo e, nei limiti del vantaggio conseguito, chi ne abbia consapevolmente tratto beneficio [...] Nel caso di fallimento, liquidazione coatta amministrativa e amministrazione straordinaria di società soggetta ad altrui direzione e coordinamento, l'azione

<sup>15</sup> Agnblad et al., 2003.

<sup>&</sup>lt;sup>16</sup> Franks et al., 2001.

<sup>&</sup>lt;sup>17</sup> Il Sole 24 Ore, 22-4-07

<sup>&</sup>lt;sup>18</sup> 13/03/2015

spettante ai creditori di questa è esercitata dal curatore o dal commissario liquidatore o dal commissario straordinario" (art. 2497), inoltre "Le decisioni delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento, quando da questa influenzate, debbono essere analiticamente motivate e recare puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione" (art. 2497-ter).

Le sopracitate modifiche hanno il fine di spingere l'azienda controllante ad agire nell'interesse delle controllate, secondo principi di equità aziendale. Inoltre, si prevede che i soci delle controllate ed i creditori possano agire contro la capogruppo per eventuali abusi tramite la sua attività di direzione e coordinamento attuando direttive che violano i principi di corretta gestione societaria e da cui derivi un danno alla società controllata. Inoltre, per la capogruppo vige l'obbligo di dichiarare su quali imprese esercita la direzione ed il coordinamento, mediante l'iscrizione presso il Registro delle imprese nell'apposita sezione (art. 2497-bis).

Anche la Commissione Europea (Ce), nel 2003, ha pubblicato una comunicazione in materia, all'interno della quale si raccomandava agli Stati membri "di non ammettere alle quotazioni, società appartenenti a strutture piramidali abusive", termine con il quale si volevano intendere "società di partecipazione i cui unici e principali attivi sono rappresentati da una partecipazione in un'altra società quotata, eccezione fatta per i casi in cui il valore economico dell'ammissione alla quotazione sia chiaramente dimostrato".

La definizione lascia spazio a qualche ambiguità e la Commissione stessa ha ritenuto necessari ulteriori approfondimenti, mentre il Parlamento europeo ha sottolineato come fosse necessaria una più puntuale distinzione tra ciò che è abusivo e ciò che è normale. Le sopracitate delucidazioni si stanno ancora attendendo.

Nei singoli ordinamenti però sono state adottate misure specifiche per prevenire la quotazione di scatole vuote. In Italia, oltre al decreto legislativo n.6/2003, sia Borsa Italiana che Consob si sono espresse in merito. La prima, che già prevedeva vincoli per quegli emittenti i cui ricavi fossero costituiti prevalentemente da partecipazioni in altre società quotate, ha limitato le quotazioni delle Investment Companies ed ha aggiunto specifici requisiti di diversificazione degli investimenti e di limitazione delle esposizioni verso uno stesso emittente.

La Consob invece, in attuazione della Legge sul Risparmio, ha emesso una consultazione che pone restrizioni in termini di trasparenza e di governance, e detta condizioni per quanto riguarda la quotazione di una società appartenente ad un gruppo e sottoposta alla direzione e al coordinamento di un'altra società.

Questi interventi rappresentano un rafforzamento delle tutele degli azionisti, ma non eliminano del tutto il fenomeno delle piramidi. 19

### 2.3) Interlocking Directorates

Il fenomeno dell'Interlocking Directorates (ID) è stato ed è diffusamente studiato e dibattuto con un'ampia letteratura che ne propone possibili definizioni. Mizruchi (1996) ha definito questo fenomeno come "a situation in which a person affiliated with one organization sits on the board of directors of another organization". Il legame che viene a crearsi può essere di tipo orizzontale o verticale in relazione alla tendenza delle imprese interlocked di operare o meno ad uno stesso livello, sul mercato. Dooley (1969), inoltre, ha affermato che: "Early in this century, interlocking directorates were pubblically attacked from many quarters", riferendosi a quanto, già nel 1914, veniva detto da Brandeis, uno dei consulenti del presidente Wilson. Egli, infatti, riteneva che l'Interlocking Directorship fosse "the root of many evils", riducendo la competizione, rimuovendo gli incentivi e portando ad inefficienza, senza inoltre rispettare la legge secondo cui "no man can serve two master".

Nel 1914, il Clayton Act proibì l'Interlocking Directorates tra società appartenenti allo stesso settore industriale, senza però condannare la pratica in generale. Le ragioni che spingono a possedere un gran numero di cariche in diversi consigli di amministrazioni facenti capo ad uno stesso individuo possono essere legate al prestigio ed al potere degli amministratori, all'uso più intenso di capacità manageriali e ad uno scambio di informazioni maggiormente rilevante. Allo stesso tempo però, con il rafforzamento degli intrecci proprietari, si danneggiano gli azionisti di minoranza e la concorrenza sui mercati, inoltre il lavoro degli amministratori sarà meno efficiente perché questi saranno divisi tra più impegni all'interno dei vari CdA.

La presenza di amministratori interconnessi può quindi favorire comportamenti collusivi in quanto le imprese potrebbero più facilmente comunicare tra loro limitando la concorrenza sui mercati, anche se un comportamento collusivo può influire positivamente sul valore dell'azienda, nel caso avvenga nel mercato delle scalate, in cui le imprese interconnesse aiutano a prevenire e scoraggiare acquisizioni indesiderate.

La critica in materia è sempre stata divisa tra coloro che approvavano questa pratica e coloro che la condannavano. Inoltre, durante gli anni passati, si è sempre cercata una giustificazione alla presenza dell'ID all'interno del Consiglio d'Amministrazione e per spiegare il fenomeno si sono diffuse due principali correnti: la prima guarda all'ID come relazioni tra istituzioni, mentre la seconda

<sup>&</sup>lt;sup>19</sup> lavoce.info 12/04/2007.

focalizza l'attenzione sulle relazioni tra gli individui. La prima corrente di teorie è incentrata sul presupposto che gli ID siano uno strumento volto a favorire le società coinvolte. Nel caso di aziende operanti nello stesso settore, possono verificarsi fenomeni collusivi a discapito dei consumatori, riducendo la concorrenza o mettendo in atto una collusione sistemica per espropriare gli azionisti di minoranza<sup>20</sup>.

Il secondo filone, concentrato sulla relazione tra gli individui, suggerisce che le relazioni interaziendali possano offrire agli amministratori coinvolti la possibilità di ottenere salari più alti ed opportunità di lavoro migliori.

Sulla base delle due categorie sopracitate, i contributi teorici possono essere raggruppati all'interno di sette modelli, tre riferiti all'ID come relazione tra gli individui e quattro riferiti all'ID come relazione tra istituzioni.

- *Management Control Model*: considera l'ID come un collegamento tra individui che lo utilizzano per ampliare controllo e potere personale.
- Class Hegemony Model: l'ID è il risultato di una forte coesione sociale. Gli amministratori
  contattano altri amministratori perché appartengono tutti alla stessa upper class e tramite
  queste relazioni formano una business elite in cui tutti gli amministratori hanno una visione
  comune ed hanno gli stessi comportamenti sociali.
- Career Advancement Model: gli amministratori decidono di creare un ID sulla base di tre fattori: il miglioramento dei propri compensi e del proprio prestigio, e la prospettiva di futuri collegamenti ed opportunità di lavoro.
- Resource Dependence Model: considera l'ID come uno strumento che collega le istituzioni. Viene utilizzato per ridurre l'incertezza a cui sono sottoposte le aziende, e permette loro di avere maggior potere di controllo e di prevedere una parte dell'incertezza a cui sono sottoposte.
- Financial Control Model: l'ID è un meccanismo per aver facile accesso al capitale. È il caso di ID tra banche ed imprese. Avere una banca all'interno del board permette di ridurre l'asimmetria informativa tra banca e società. Quest'ultime invece potranno ottenere maggiore capitale di debito.
- *The Collusion Model*: gli ID permettono di creare canali di comunicazione tra aziende, per fare accordi svantaggiosi nei confronti dei consumatori.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>20</sup> Drago, Millo, Ricciuti, Santella, 2011.

• The Systemic Collusion Model: l'ID è un meccanismo usato dagli shareholder facenti parte di gruppi di società quotate per stabilire un coordinamento tra aziende che non operano per forza nello stesso settore, al fine di espropriare azionisti di minoranza.

Anche nel contesto italiano, tanti sono stati gli studi sull'Interlocking Directorates. Già negli anni Venti si sono avanzate delle critiche alla rete di legami tra imprese creati tramite gli organi societari (Zorzini, 1925) ed in particolare Luzzatto Fegiz (1928) analizzò 2829 società con riferimento al 1923, evidenziando, già all'epoca, la presenza del fenomeno dell'ID in Italia, in particolar modo nell'industria idroelettrica. In anni più recenti A. Rinaldi e M. Vasta (2005, 2008) si sono occupati di studiare la struttura del sistema capitalista italiano concentrando la loro attenzione sui rapporti di ID tra società finanziarie, ossia banche, assicurazioni e holding, e società industriali, in Italia nel periodo compreso tra gli anni '50 e gli anni '80. Ciò che emerse dai loro lavori fu che gli interlocks hanno giocato un ruolo fondamentale nel definire gli assetti di governo delle imprese italiane, a partire dagli anni Cinquanta, creando una rete di potere che, almeno fino all'inizio degli anni '80, ha visto coinvolte sia società pubbliche, che società private. Emerge inoltre che nel periodo considerato, la quota di amministratori con più cariche ha oscillato tra il 23% e il 26%. G. Ferri e S. Trento (1997) hanno invece analizzato un campione composto da grandi banche e grandi imprese in un periodo dal 1940 al 1995, evidenziando che la quota dei soggetti che detengono cariche interconnesse non è mai scesa sotto al 20%.

Bianco e Pagnoni (1997), a loro volta, si sono concentrati sui legami intervenuti tra gli amministratori delle società quotate alla borsa di Milano tra il 1985 e il 1995. L'evidenza mostra che la quota di amministratori con più cariche, si conferma intorno ad un valor medio del 20%. Prendendo però in considerazione soltanto il settore bancario, gli autori mostrano che tale quota scende al di sotto dell'8%. La presenza ridotta di amministratori interlocks tra le banche è confermata anche da Emilio Barucci (2006), il quale mostra come tale fenomeno sia maggiormente diffuso tra le grandi imprese, con un basso turnover dell'attivo e con una struttura di controllo piramidale, il che lo ha portato ad affermare che "un amministratore di una società siede nel consiglio di amministrazione di un'altra società per motivi che non sono legati al raggiungimento dello shareholder value".

Dal punto di vista legislativo, si è resa necessaria, anche in Italia, una regolamentazione più stringente nei confronti del fenomeno dell'Interlocking Directorates, e, alle disposizioni già in uso, finalizzate alla regolamentazione degli amministratori con più cariche, viene aggiunto l'articolo 36 del cosiddetto "Decreto Salva Italia", volto ad introdurre nell'ordinamento italiano un esplicito divieto di ID. Prima dell'avvento dell'articolo 36, come detto, vi erano già una serie di altre norme.

L'articolo 2390 del Codice civile, titolato "Divieto di concorrenza", recita: "Gli amministratori non possono assumere la qualità di soci illimitatamente responsabili in società

concorrenti, né esercitare un'attività concorrente per conto proprio o di terzi, né essere amministratori o direttori generali in società concorrenti, salvo autorizzazione dell'assemblea".

L'articolo ha subito una recente modifica, risalente al 16 giugno 2020, a riprova della sempre crescente attenzione alla normazione dell'ID. L'articolo 148-bis del TUF, invece, attribuisce alla Consob il compito di individuare i limiti entro cui devono mantenersi gli incarichi di amministrazione e controllo che i componenti di Consiglio d'Amministrazione di società quotate possono assumere in altre società di capitali. Anche la Banca d'Italia, in data 4 marzo 2008, emanando "Le disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle Banche" ha preso provvedimenti in materia disponendo che: "i componenti degli organi di controllo non possono assumere cariche in organi diversi da quelli di controllo presso altre società del gruppo o del conglomerato finanziario, nonché presso società nelle quali la banca detenga, anche indirettamente, una partecipazione strategica". Inoltre, il Codice di Autodisciplina esorta gli amministratori ad accettare la carica "quando ritengono di poter dedicare allo svolgimento diligente dei loro compiti il tempo necessario, anche tenendo conto del numero di cariche di amministratore o sindaco da essi ricoperte in altre società quotate in mercati regolamentati (anche esteri), in società finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni".

Con l'avvento del Governo Monti, il 6 dicembre 2011 è stato emanato il Decreto "Salva Italia" (D.L. n. 201/2011) e l'art. 36 di tale decreto, che porta il titolo di "Tutela della concorrenza e partecipazioni incrociate nei mercati del credito e finanziari" ha introdotto nell'ordinamento italiano un esplicito divieto di Interlocking Directorates. L'articolo recita che: "E' vietato ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e ai funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti." Il termine per la prima applicazione dell'articolo è stato fissato al 26 aprile 2012 ed allo scadere, molti sono stati i cambiamenti negli organi di direzione e controllo delle società a cui era destinato il divieto. Secondo uno studio riportato da Assonime, nel corso del primo anno di applicazione, il divieto ha riguardato 25 società, di cui 18 Blue Chips, dalle quali si sono dimessi: 43 amministratori, di cui 33 all'interno del paniere Ftse Mib e 15 sindaci, di cui 10 all'interno del paniere Ftse Mib.

Dopo l'emanazione delle Linee Guida, è emersa la necessità di approfondire i criteri per l'applicazione del divieto di interlocking directorates, pertanto in data 14 giugno 2012, è stato redatto il "Protocollo d'intesa per il coordinamento tra Banca d'Italia, CONSOB<sup>21</sup>, Isvap<sup>22</sup> e AGCM<sup>23</sup> ai fini

<sup>&</sup>lt;sup>21</sup> Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

<sup>&</sup>lt;sup>22</sup> Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni.

<sup>&</sup>lt;sup>23</sup> Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

dell'applicazione dell'art. 36 del D.L. Salva Italia", in modo da consentire alle Autorità di vigilanza di meglio assolvere, anche in collaborazione con l'AGCM, ai compiti loro assegnati dal sopraccitato articolo 36.

In particolare, il protocollo è volto a coordinare i procedimenti amministrativi di decadenza qualora le cariche interessate siano svolte all'interno di imprese rientranti nella competenza di più Autorità, nonché di garantire lo scambio di dati fra le medesime, le quali, con frequenza trimestrale, devono comunicare tra loro i dati riguardanti i soggetti titolari di cariche, la composizione dei gruppi e i relativi fatturati. Per quanto riguarda la procedura di dichiarazione della decadenza, il Protocollo permette la collaborazione delle Autorità già nella fase precedente al procedimento di accertamento, con relativo scambio di informazioni e documenti ai fini delle verifiche, e la definizione dei termini per l'avvio e la chiusura del procedimento.

# CAPITOLO 3: Common Ownership

### 3.1) Definizione

La proprietà simultanea di azioni di società concorrenti da parte di investitori istituzionali è nota con il termine "Common Ownership" e, negli ultimi anni, ha catturato l'attenzione di un gran numero di esperti che, con diversi studi accademici, hanno indagato il suo potenziale impatto sulle condizioni competitive e sui possibili effetti causati a livello di governance aziendale. La crescente popolarità della proprietà comune ha portato E. Elhauge a definirla perfino "an economic blockbuster".

Non è dunque più possibile ignorare questo fenomeno, che si evidenzia in maniera sempre più frequente, infatti, come mostra la figura 1, la percentuale di società pubbliche americane che condividono i blockholders con altre società del settore è passata dal 35% nel 1992 all'82% nel 2013.

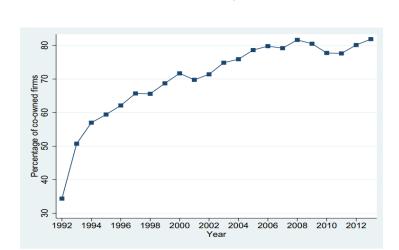


Figura 1: percentuale di Co-Owned Firms dal 1992 al 2012.

Fonte: L. Liang.

Nei capitoli precedenti è stata proposta l'idea secondo cui l'impresa tende a massimizzare il suo profitto e gli investitori istituzioni che ne detengono alcune quote svolgono una funzione disciplinante in questo senso. Gli interessi di questi ultimi possono però essere contaminati dal fatto che essi detengano anche azioni di società concorrenti e, poiché il processo decisionale è espressione delle volontà degli investitori, è facile aspettarsi che l'impresa non si comporterà in modo competitivo, ma potrebbe prendere decisioni strategiche volte ad attribuire un "non zero profit weight" all'impresa concorrente. Questa è l'ipotesi alla base del fenomeno di Common Ownership.

Le ipotesi del Common Ownership suggeriscono quindi che, quando i grandi investitori istituzionali possiedono azioni in molte imprese all'interno di uno stesso settore industriale, quelle imprese hanno un incentivo ad accrescere la redditività del suddetto settore, producendo meno unità o aumentando i prezzi delle unità prodotte.

Per meglio comprendere la letteratura che verrà proposta di seguito è necessario definire alcuni indicatori che sono stati utilizzati con frequenza.

In primo luogo, è necessario presentare l'indice di Herfindahl-Hirschman (HHI)<sup>24</sup>, un indicatore di concentrazione deputato a misurare il grado di concorrenza all'interno di un dato mercato. Si precisa che un settore altamente concentrato è quello in cui solo pochi attori detengono una grande percentuale della quota di mercato, portando a una situazione quasi monopolistica, mentre un basso grado di concentrazione significa che il settore è più vicino ad uno scenario di concorrenza perfetta, in cui molte aziende di dimensioni più o meno uguali condividono le quote di mercato.

In termini puramente economici, tale metodologia si basa su un modello di oligopolio alla Cournot di concorrenza tra imprese che producono prodotti omogenei e per ottenere questo indice si ricorre alla sommatoria dei quadrati delle quote di mercato, espresse in percentuale, possedute da ciascun attore impegnato nella transazione:

$$HHI = \sum_{i=0}^{n} (q_i 100)^2,$$

ed il risultato varia da 1(minima concentrazione) a 10.000 (massima concentrazione).

L'indice Herfindahl-Hirschman viene anche utilizzato per monitorare il potenziale impatto che fusioni ed acquisizioni hanno su un settore e le autorità di regolamentazione possono utilizzarlo per monitorare ed eventualmente porre il veto ad una di queste politiche di aggregazione. In particolare, secondo il Dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti, un HHI inferiore a 1.500 rappresenta un settore con una bassa concentrazione di mercato, un HHI compreso tra 1.500 e 2.500 rappresenta una concentrazione di mercato moderata, mentre i valori HHI superiori a 2.500 rappresentano un settore altamente concentrato.

Il Dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti considera inoltre che, se una transazione di fusione o di acquisizione fa aumentare l'HHI di un settore di oltre 200 punti, potrebbe esserci legittima preoccupazione in quanto la transazione potrebbe violare alcune leggi antitrust, pertanto, tali transazioni sono soggette a un maggiore controllo ed i responsabili dell'accordo devono offrire la prova che la fusione o l'acquisizione non sposti l'industria verso uno scenario troppo concentrato.

Nell'ambito dello studio della proprietà comune si è ricorsi ad un'estensione dell'HHI, ossia l'HHI modificato (o MHHI), sviluppato da Bresnahan & Salop (1986).

<sup>&</sup>lt;sup>24</sup> HHI prende il nome da coloro che lo hanno definito, Orris C. Herfindahl e Albert O. Hirshman.

Come l'HHI, anche il MHHI si basa sull'assunzione che le aziende competano alla Cournot<sup>25</sup> e, secondo Salop e O' Brian (2000), anche in questo caso, il manager della j-esima società tende a massimizzarne il profitto, rispettando l'equazione che segue:

$$\max_{x_j} \prod_j = \max_{x_j} \sum_i \gamma_{ij} \pi^i = \max_{x_j} \sum_i \gamma_{ij} \sum_k \beta_{ik} \pi_k = \max_{x_j} \sum_i \gamma_{ij} \sum_k \beta_{ik} [P(X)x_k - C_k(x_k)],$$

definendo  $\beta$  come la quota di proprietà dell'impresa j detenuta dall'investitore i e  $\gamma$ come il grado di controllo dell'investitore i sull'impresa j.

Inoltre,  $\prod_j = \sum_i \gamma_{ij} \pi^i$  rappresenta il profitto totale del manager dell'impresa j;  $\pi_j = P(X)x_j - C(x_j)$  rappresenta il profitto del modello alla Cournot e  $\pi^i = \sum_j \beta_{ij} \pi_i$  rappresenta il profitto dell'investitore i.

La condizione di primo ordine per una soluzione intera è:

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

Moltiplicando questa condizione per X/X e per 1/P, con X pari alla  $\sum_j x_j$ , ossia l'output complessivo dell'industria e P(X) pari all'inverso della domanda di X in un modello di Cournot, si ottiene:

$$\sum_{i} \gamma_{ij} \sum_{k} \beta_{ik} \left(\frac{P'X}{P}\right) \frac{x_k}{X} + \sum_{i} \gamma_{ij} \beta_{ij} \frac{P - C'_{j}(x_j)}{P} = 0,$$

da cui risulta:

$$\frac{P - C r_j(x_j)}{P} = \frac{1}{\mu} \sum_k \frac{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij}} s_k.$$

Moltiplicando entrambi i lati per la quota di mercato dell'impresa j, si ottiene:

$$\sum_{j} s_{j} \frac{P - C'_{j}(x_{j})}{P} = \frac{1}{\mu} \left[ \sum_{k} \sum_{j} \left( \frac{\sum_{i} \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_{i} \gamma_{ij} \beta_{ij}} \right) s_{k} s_{j} \right].$$

In un modello standard di Cournot, l'HHI può essere inteso come:  $HHI = \sum_j s^2{}_j$  mentre l'MHHI come:

$$MHHI = \sum_{k} \sum_{j} \left( \frac{\sum_{i} \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_{i} \gamma_{ij} \beta_{ij}} \right) s_{k} s_{j}.$$

Separando i termini k=j, l'espressione dell'MHHI può essere scritta come:

$$MHHI = HHI + \sum_{j} \sum_{k \neq j} \left( \frac{\sum_{i} \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_{i} \gamma_{ij} \beta_{ij}} \right) s_{k} s_{j}$$

<sup>&</sup>lt;sup>25</sup> La competizione secondo il modello di Cournot prevede che due imprese cerchino di massimizzare il profitto scegliendo la quantità da produrre. Il bene prodotto è omogeneo e le due imprese prendono decisioni senza alcun coordinamento tra loro. Il modello è stato formalizzato nel 1838 dall'economista francese A. Carnout.

Quindi il MHHI può essere inteso come l'HHI, a cui viene sommato ad un insieme di termini che riflettono quanto la concentrazione del mercato sia dovuta alla sola proprietà comune, e rappresentano il MHHI delta.

### 3.2) Letteratura di riferimento

L'idea secondo cui il Common Ownership riduca gli incentivi a competere e quindi porti ad una diminuzione della concorrenza senza che le aziende o i loro manager comunichino o colludano esplicitamente, è stata primariamente proposta da Rubinstein e Yaari (1983) e Rotemberg (1984), e da allora, generalizzata in più di una dozzina di contributi.

Rotemberg (1984) ha esplicitamente avvertito che i fondi comuni di investimento, abbassando i costi di diversificazione, inducono naturalmente ad una ridotta concorrenza, affermando che: "it may well be that the funds which concentrate on specific industries ... do the most harm".

Secondo l'autore poi, gli investitori in possesso di portafogli non completamente diversificati potrebbero accordarsi con proprietari completamente diversificati, nonostante abbiano obiettivi divergenti, in modo che la loro impresa competa in modo meno aggressivo, in quanto una risposta competitiva più accomodante da parte dei vari concorrenti del settore migliorerebbe anche le condizioni dei proprietari concentrati in una situazione di Common Ownership, rispetto ad una situazione di piena concorrenza.

Inoltre, è difficile trovare un azionista non favorevole ad ottenere profitti più alti, quindi è improbabile che anche gli azionisti non comuni si mostrino contrari all'attuazione di meccanismi anticoncorrenziali nell'ambito del Common Ownership. Per Rotemberg, infatti, agire nell'interesse dei proprietari comuni non implica una violazione della responsabilità fiduciaria dei managers nei confronti di un qualsiasi azionista, anche di quelli con portafogli non perfettamente diversificati.

Tra i capisaldi della letteratura in materia di Common Ownership è di fondamentale importanza citare i lavori di J. Azar (con il supporto di altri autori, 2016, 2018), che hanno fortemente influenzato tutti gli studi condotti in seguito. I risultati secondo cui la crescita del numero di common owners potrebbe aver causato un aumento dei prezzi nel settore bancario e delle compagnie aeree, sono ad oggi oggetto di un acceso dibattito.

Lo studio di Azar, condotto con M. Schmalz e I. Tecu, sull'industria aerea statunitense, che prende il nome di "*The Airlines Paper*", si qualifica come il primo volto a quantificare gli incentivi anticoncorrenziali derivanti dal Common Ownership ed a verificarne l'impatto sulla concorrenza. Gli autori hanno deciso di focalizzarsi sull'industria aerea statunitense, in quanto i dati di prezzo e quantità a livello di rotta erano fruibili pubblicamente ed ogni rotta poteva essere considerata come

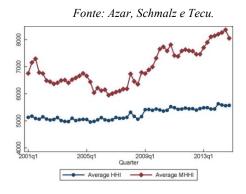
un mercato separato. La struttura proprietaria delle sei maggiori compagnie aeree statunitensi è mostrata in Tabella 1, dalla quale si può notare che Vanguard, BlackRock e PRIMECAP si posizionano tra i primi cinque large shareholders per tutte e sei le compagnie aeree.

Tabella 1: maggiori investitori delle 6 più grandi compagnie aeree statunitensi. Fonte: Azar. Schmalz e Tecu.

Delta Air Lines	[%]	Southwest Airlines Co.	[%]	American Airlines	[%]
Berkshire Hathaway	7.25	Berkshire Hathaway	15.03	T. Rowe Price	12.89
Vanguard	6.13	PRIMECAP	11.87	PRIMECAP	10.46
BlackRock	5.84	Vanguard	6.28	Berkshire Hathaway	9.54
Lansdowne Partners Limited	3.90	Fidelity	5.41	Vanguard	6.15
PRIMECAP	3.75	BlackRock	5.04	BlackRock	5.20
State Street Global Advisers	3.68	State Street Global Advisers	3.69	Fidelity	3.71
J.P. Morgan Asset Mgt.	3.48	Columbia Mgt. Inv. Adv.	1.46	State Street Global Advisers	3.58
Evercore	2.09	J.P. Morgan Asset Mgt.	1.29	Geode Capital Mgt.	1.03
PAR Capital Mgt.	1.78	Egerton Capital (UK) LLP	1.26	Morgan Stanley	1.00
BNY Mellon Asset Mgt.	1.24	T. Rowe Price	1.16	Northern Trust Global Inv	0.9
United Continental Holdings	[%]	Alaska Air	[%]	JetBlue Airways	[%]
Berkshire Hathaway	9.11	Vanguard	9.57	Vanguard	8.14
Vanguard	7.33	T. Rowe Price	9.26	BlackRock	8.04
PRIMECAP	7.19	BlackRock	5.48	PRIMECAP	6.13
BlackRock	6.72	PRIMECAP	4.89	Fidelity	5.7
PAR Capital Mgt.	5.26	State Street Global Advisers	3.55	Dimensional Fund Advisors	3.3
T. Rowe Price	3.37	Franklin Resources	2.71	Goldman Sachs Asset Mgt.	2.9
Altimeter Capital Mgt.	3.33	Egerton Capital (UK) LLP	2.39	State Street Global Advisers	2.49
State Street Global Advisers	3.33	PAR Capital Mgt.	2.02	Wellington	2.4
J.P. Morgan Asset Mgt.	2.98	Wellington	1.98	Donald Smith Co.	1.8
Henderson Global Investors	2.25	BNY Mellon Asset Mgt.	1.77	AQR Capital Management	1.73

Per sviluppare lo studio, è stata misurata la concentrazione del mercato derivante dalla Common Ownership ricorrendo alla versione modificata dell'Indice Herfindahl-Hirschman ("MHHI"), che, come il HHI tradizionale, dipende dalle quote di mercato, ma tiene anche in considerazione la misura in cui gli azionisti di controllo di una data impresa hanno partecipazioni finanziarie in tutte le aziende del mercato.

Figura 2: HHI e MHHI medi nell'industria delle compagnie aeree statunitensi; trimestri 2001-2014.



La Figura 2, tratta da "*The Airlines Paper*", mostra l'HHI medio ponderato per i passeggeri e l'MHHI medio sulle rotte delle compagnie aeree statunitensi negli ultimi dieci anni. Il divario tra MHHI e HHI, che misura il grado di Common Ownership, era intorno 2000 all'inizio del 2001, scendendo a circa 1000 nel biennio 2006-2007, per poi aumentare a circa 2500 nel 2014.

Questi valori vengono osservati alla luce delle prescrizioni del "Horizontal Merger Guidelines" (2010) emanate dal U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission, all'interno del quale si afferma che, in mercati altamente concentrati<sup>26</sup>, si presume che le fusioni che comportano cambiamenti nell'HHI superiori a 200 punti probabilmente saranno in grado di aumentare il potere di mercato.

Pertanto, appare evidente che il delta medio MHHI nel settore del trasporto aereo, a causa della proprietà comune, nel 2014 evidenzia un aumento della concentrazione rispetto all'HHI che è più di 10 volte superiore alla soglia fissata dall'Antitrust nelle linee guida.

Gli autori sono poi passati ad analizzare se la concentrazione del mercato dovuta alla proprietà comune producesse effetti misurabili sulla concorrenza ed in particolare, se le modifiche nella concentrazione della proprietà comune in una determinata rotta nel tempo fossero associate ai cambiamenti dei prezzi dei biglietti all'interno della stessa tratta. Utilizzando alcune regressioni ad effetti fissi con dati panel, hanno quindi rilevato che i prezzi dei biglietti sono aumentati di un valore compreso tra il 3% ed il 7% rispetto alla media dei prezzi delle compagnie aeree statunitensi, sulla stessa rotta, nel caso di proprietà separata. Poiché il margine di profitto netto medio del settore nel 2015 si aggirava intorno al 4%<sup>27</sup>, l'entità dell'effetto è da considerarsi economicamente rilevante.

Questo approccio tiene conto delle differenze tra le determinanti di prezzo variabili nel tempo di uno specifico vettore e di una specifica rotta, nonché di quelle legate alle variazioni a livello di settore come, ad esempio, le condizioni macroeconomiche o il prezzo del petrolio. Inoltre, le regressioni controllano i fattori variabili nel tempo specifici della tratta che possono essere correlati alle tariffe, quali il numero di vettori non-stop, la presenza di vettori low cost, la quota di passeggeri da trasportare ed il mercato demografico.

Il paper fornisce una serie di test aggiuntivi, mostrando che il volume di passeggeri e la concentrazione del Common Ownership sono negativamente correlati, ossia che il numero di passeggeri trasportati diminuisce all'aumentare del Common Ownership. Suggeriscono così che la relazione positiva tra la proprietà comune e le tariffe più elevate non possa essere spiegate soltanto da uno shock della domanda.

È stato inoltre stimato l'effetto sulle tariffe dell'aumento della concentrazione della proprietà comune derivante dall'acquisizione di Barclays Global Investors ("BGI") da parte di BlackRock nel 2009<sup>28</sup>. La strategia utilizzata tiene conto solo della variazione del Common Ownership tra le rotte, derivante dall'unione dei portafogli delle due società a partire dal trimestre precedente l'annuncio

-

<sup>&</sup>lt;sup>26</sup> vale a dire mercati con una differenza tra MHHI e HHI maggiore di 2500.

<sup>&</sup>lt;sup>27</sup> IATA, International Air Transport Association, Annual Review 2015.

<sup>&</sup>lt;sup>28</sup> Il 12 giugno 2009, la società britannica Barclays ha venduto la sua unità Barclays Global Investors (BGI), che comprendeva attività di Exchange Traded Fund e iShares, a BlackRock per 13,5 miliardi di dollari.

dell'acquisizione. Poiché le azioni delle compagnie aeree costituivano solo una piccola parte dei due portafogli, risultava impossibile che la variazione fosse determinata dai cambiamenti previsti nei prezzi dei biglietti delle compagnie aeree statunitensi. Sebbene siano state utilizzate variazioni molto inferiori rispetto a quelle delle regressioni con dati panel, le stime ottenute con questa strategia sono probabilmente meno influenzate dalle variabili endogene della proprietà e dalla quota di mercato. I risultati ottenuti indicano che i prezzi dei prodotti possono crescere dal 10% al 12% a causa della proprietà comune e moltiplicando queste stime per l'aumento medio della proprietà comune, all'interno di una data rotta, indicano che l'acquisizione stessa ha reso possibile l'aumento dei prezzi medi dei biglietti di circa mezzo punto percentuale. È però necessario considerare che, a differenza degli investitori attivi con portafogli poco diversificati o dei fondatori che detengono una quota importante, i fondi comuni di investimento potrebbero decidere semplicemente di non spingere le imprese a competere in modo aggressivo. D'altro canto, i proprietari comuni potrebbero anche essere direttamente coinvolti nelle decisioni aziendali, accettando pacchetti di retribuzione dei dirigenti che premiano le prestazioni del settore oltre alle prestazioni delle singole aziende e votando per amministratori e dirigenti che tengano in considerazione gli interessi dei proprietari comuni.

All'interno del paper, Azar, Schmalz e Tecu hanno portano avanti ulteriori test volti ad indagare i meccanismi di Corporate Governance che possono tradurre gli incentivi dei proprietari comuni in strategie di mercato per i prodotti delle aziende. In particolare, hanno riscontrato che i risultati ottenuti dalle società sono guidati dai grandi azionisti. Il fatto che non si ottengano effetti significativi quando il controllo viene assunto da azionisti più piccoli non è coerente con la natura endogena delle quote di mercato alla base dei principali risultati. Hanno inoltre documentato gli effetti significativi dalla variazione nel tempo della Common Ownership a livello di impresa e di mercato, ed hanno riscontrato che gli effetti sono più forti per i mercati più grandi e più concentrati. I risultati ottenuti sono coerenti con il modello secondo cui l'investitore sceglie in maniera razionale i mercati nei quali l'impatto finale dell'aumento dei prezzi è maggiore.

Azar, affiancato da S. Raina e M.C. Schmalz (2016), ha condotto un altro studio che offre risultati simili a quelli ottenuti per il settore delle compagnie aeree americane ma questa volta focalizzandosi sul mercato dei depositi bancari statunitensi. Gli autori si sono domandati se il diverso grado di concentrazione delle banche e la competizione all'interno del settore siano in grado di spiegare le variazioni dei prezzi pagati dai consumatori.

L'analisi è stata svolta utilizzando un ampio set di dati panel riguardanti i vari prezzi dei prodotti di deposito bancario e ricorrendo all'indice Herfindahl-Hirschman Generalizzato (GHHI)<sup>29</sup>

<sup>&</sup>lt;sup>29</sup> *GHHI* =  $\sum_{i=1}^{n} s_{i} + \sum_{i=1}^{n} \sum_{j\neq i}^{n} 2s_{i} s_{j} \rho_{ij}$ 

per una misura più realistica, concettualmente completa ed empiricamente effettiva della concentrazione bancaria.

Dall'articolo si evince che i tassi e le commissioni sono notevolmente aumentati nell'ultimo decennio, in particolare, i prezzi dei prodotti di deposito sono più alti in California, New York e New Jersey rispetto al Midwest (ad esempio, Kansas o Nebraska), dato sorprendente dal momento che ci sono molte più banche a New York e l'HHI è inferiore rispetto a quello del Midwest. Inoltre, i cambiamenti nell'HHI non sono correlati con variazioni di commissioni, soglie o spread di deposito.

Uno dei motivi per cui l'HHI non riesce a spiegare in modo efficiente le variazioni dei prezzi è racchiusa nella presunzione che ogni banca sia posseduta da individui che non detengono partecipazioni in altre banche, cioè non tiene conto del grado elevato e crescente di sovrapposizione della proprietà tra le banche, come mostrato in Tabella 2. Si deduce infatti che gli investitori istituzionali BlackRock, Vanguard e StateStreet sono tra i primi cinque azionisti delle sei maggiori banche degli Stati Uniti.

Il quarto investitore importante è Fidelity che è presente tra i primi cinque azionisti in cinque delle sei maggiori banche, mentre Berkshire Hathaway si colloca tra i primi cinque azionisti solo di tre delle sei banche. Sono evidenti anche legami di Cross-Ownership, per cui molte banche hanno divisioni di asset management di cui altre banche concorrenti sono azioniste. Di conseguenza, per analizzare l'effettiva concentrazione del settore bancario bisogna tenere conto congiuntamente sia del Common Ownership che del Cross Ownership.

Tabella 2: maggiori 5 proprietari delle 6 più grandi banche americane.

Fonte: Azar, Raina, Schmalz.

JP Morgan Chase	[%]	Bank of America	[%]	Citigroup	[%]	
BlackRock	6.4	Berkshire Hathaway*	6.9	BlackRock	6.1	
Vanguard	4.7	BlackRock	5.3	Vanguard	4.4	
State Street	4.5	Vanguard	4.5	State Street	4.2	
Fidelity	2.7	State Street	4.3	Fidelity	3.6	
Wellington	2.5	Fidelity	2.1	Capital World Investors	2.4	
Wells Fargo	[%]	U.S. Bank	[%]	PNC Bank	[%]	
Berkshire Hathaway	8.8	BlackRock	7.4	Wellington	8.0	
BlackRock	5.4	Vanguard	4.5	BlackRock	4.7	
Vanguard	4.5	Fidelity	4.4	Vanguard	4.6	
State Street	4.0	State Street	4.4	State Street	4.6	
Fidelity	3.5	Berkshire Hathaway	4.3	Barrow Hanley	4.0	

<sup>\*</sup> These are warrants with no voting rights.

La ragione per cui si ricorre all'indice GHHI, una generalizzazione del MHHI di O'Brien e Salop (2000), sta nel fatto che esso rappresenta non solo la proprietà comune ma anche quella incrociata. Nel 2013 Il GHHI a livello di mercato è risultato superiore di oltre 2500 punti rispetto all'HHI (Figura 3) e gli autori, come nel paper precedente, definiscono questa differenza "GHHI delta". I livelli di GHHI sono più alti nelle zone con prezzi elevati che si trovano sulle coste, rispetto

al Midwest (Figura 3(B)) e le variazioni nel tempo delle GHHI a livello di mercato sono correlate ai cambiamenti del prezzo locale.

Questi risultati indicano che il potere monopolistico delle banche, generato attraverso Common Ownership e Cross Ownership, ha una forte correlazione con i prezzi del mercato dei depositi.

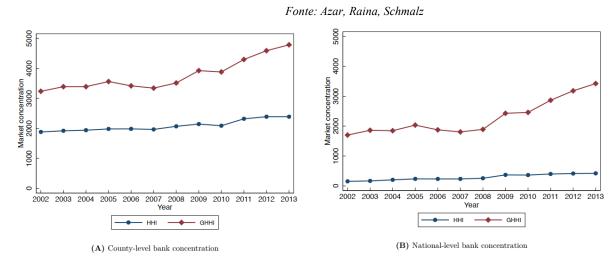


Figura 3: concentrazione delle banche a livello nazionale e a livello di contea, 200-2013.

Infine, gli autori hanno utilizzato la crescita dei fondi indicizzati (strumenti di investimento a gestione passiva) come fonte esogena di variazioni cross-sectional della Common Ownership a livello di contea, per suggerire una relazione causale tra concentrazione basata su GHHI e crescita dei prezzi dei prodotti bancari.

Gutiérrez e Philippon (2016) invece hanno analizzato private fixed investment messi in atto negli Stati Uniti negli ultimi 30 anni, mostrando che gli investimenti sono ridotti rispetto a quanto è riscontrabile tramite misure di redditività e di valutazione, in particolare ricorrendo alla Q di Tobin<sup>30</sup>, e questa riduzione si è verificata dall'inizio degli anni 2000.

Gli autori hanno utilizzato dati a livello di settore ed a livello di impresa per verificare se il sotto investimento osservato tramite la Q di Tobin sia determinato, tra le altre, da una riduzione della concentrazione dovuta all'avanzamento tecnologico, alle regolamentazioni ed alla Common Ownership. In particolare, nelle industrie con un alto grado di concentrazione e in cui è frequente il fenomeno della Common Ownership, il tasso di investimento è più basso, inoltre, all'interno di ogni industry-year, l'investment gap è portato avanti da società la cui proprietà è formata da quasi-

<sup>&</sup>lt;sup>30</sup> La q di Tobin è data dal rapporto della somma dei valori di mercato delle azioni e delle obbligazioni di un'impresa ed il costo di rimpiazzo del suo stock di capitale (cioè il valore che l'impresa dovrebbe spendere per il riacquisto di tutte le strutture e gli impianti di sua proprietà ai correnti prezzi di mercato). La teoria è stata sviluppata dall'economista e Premio Nobel James Tobin ed è in grado di definire se un'impresa debba incentivare o disincentivare i suoi investimenti.

indexers<sup>31</sup>. Queste società spendono invece un'enorme quantità di flussi di cassa per riacquistare le proprie azioni.

È infine importante citare i lavori di Jan De Loecker e Jan Eeckhout (2017, 2018), i quali, dal 1950, hanno documentato l'evolversi dei markup basandosi su dati a livello di imprese, negli Stati Uniti. Inizialmente, si sono riscontrati markup<sup>32</sup> costanti, che sono poi cominciati a salire a partire dal 1980, passando dal 18% al 67% nel 2014.

Gli autori hanno ricercato le possibili implicazioni macroeconomiche di questo aumento del potere di mercato e degli effetti di equilibrio generale a cui ha portato. Hanno dimostrato che questo aumento è principalmente dovuto a ragioni interne al settore ed in particolare, tra le varie motivazioni hanno elencato la presenza del fenomeno della Common Ownership.

### 3.3) Impatto della Common Ownership sulla Corporate Governance

Nel primo capitolo sono descritti i principali meccanismi di corporate governance messi in atto dalle aziende, ma ci si può aspettare che questi meccanismi subiscano delle modifiche ed abbiano degli impatti diversi alla luce del fenomeno della Common Ownership.

È risalente al 2014 uno studio condotto da A. Edmans, D. Levit e D. Reilly che indaga le implicazioni della Common Ownership sulla Corporate governance aziendale e sui prezzi degli asset, in particolare chiedendosi se e sotto quali condizioni la proprietà comune può portare miglioramento alla governance.

Gli autori partono dall'idea secondo cui il blockholder influenza l'andamento dell'azienda attraverso "l'exit" con cui disciplina il manager tramite la minaccia di vendita delle azioni. Tali vendite riducono infatti il valore ex post della retribuzione del manager, inducendolo così a massimizzare il valore dell'impresa ex ante.

L'analisi basata sul concetto di exit risulta importante in quanto l'exit rappresenta il principale meccanismo di governance utilizzato da blockholders ed investitori istituzionali<sup>33</sup>. Inoltre, poiché solitamente l'investitore che detiene più blocchi, ha quote minori in ciascuna impresa, potrebbe non disporre di diritti di controllo sufficienti per intervenire. Infine, l'exit ha implicazioni sui prezzi degli asset, poiché coinvolge il blockholder nel negoziare le azioni della società.

Il modello da loro presentato è suddiviso in più scenari. Il primo è quello benchmark in cui il blockholder possiede la quota di una sola società. Il manager può intraprendere azioni volte a produrre

<sup>&</sup>lt;sup>31</sup> Investitori che detengono portafogli molto diversificati e li strutturano imitando un indice.

<sup>&</sup>lt;sup>32</sup> Il mark-up è il rapporto tra il prezzo di un dato bene o servizio ed il relativo costo. Solitamente viene espresso in percentuale.

<sup>&</sup>lt;sup>33</sup> McCahery, Sautner e Starks, 2011.

benedici privati, riducendo il valore dell'impresa ed in condizioni di equilibrio, questi "elude lo sforzo" o "fa shirking" soltanto se la perdita di valore generata è al di sotto di una certa soglia.

Il blockholder, osservando l'azione del manager, sulla base delle informazioni ottenute, può decidere di vendere le azioni o di mantenerle. La minaccia di vendita è disciplinante nei confronti del manager e lo porta ad abbassare la soglia al di sotto della quale fa shirking. Lo scenario core prevede invece due società indipendenti, dove il blockholder possiede una partecipazione in ciascuna di esse. Se entrambi i managers lavorano e non c'è shock di liquidità, il blockholder mantiene entrambe le quote. Se c'è uno shock di liquidità ed entrambi i manager lavorano o fanno shirking, il blockholder vende metà della sua partecipazione in ciascuna impresa (nel paper questo caso viene definito "exit bilanciata").

Il caso più interessante si ha quando uno dei due manager fa shirking mentre l'altro lavora, ed il blockholder potrà decidere se vendere solo l'impresa con bassa performance (si parla di "uscita sbilanciata") con lo svantaggio di ricevere un prezzo minimo per la quota, avendo, con questo gesto, reso esplicita la sottoperformance dell'impresa, oppure può mettere in atto un'uscita equilibrata, mascherando le sue azioni come guidate da uno shock di liquidità. In questo caso, vendendo l'impresa con buone performance subirà delle perdite non ottenendo il valore massimo, ma queste saranno compensate dal prezzo più alto ricevuto dalla vendita dell'impresa sottoperformante.

I risultati ottenuti tramite il modello hanno portato gli autori ad affermare innanzitutto che, in presenza di Common Ownership, le decisioni di vendita dei blockholders sono prese sulla base del proprio portafoglio piuttosto che a livello d'impresa. Piu nello specifico, hanno desunto che se la governance aziendale è più efficiente in presenza di Common Ownership rispetto al caso benchmark, ciò dipende dalle decisioni di vendita prese dal blockholder, nel caso in cui un manager eluda lo sforzo mentre l'altro lavora.

Se il blockholder perseguisse un'uscita bilanciata, la governance sarebbe meno forte perché il manager avrebbe l'incentivo a sforzarsi di meno, in quanto anche se lui lavorasse in maniera efficiente, potrebbe comunque correre il rischio di vedere venduta la quota relativa alla sua azienda, se l'altro manager fa shirking.

Qualora il blockholder mettesse in atto un'uscita sbilanciata invece, la governance sarebbe più forte perché la scelta di vendere un'impresa verrebbe guidata da uno shock di liquidità. In questo caso, se il manager lavorasse, il blockholder non necessariamente dovrebbe vendere l'azienda, anche in caso di bisogno di liquidità, ma potrebbe vendere soltanto l'altra azienda. Nel caso in cui solo un'azienda venisse venduta, questo sarà un chiaro segnale delle sue sottoperformance invece che una ricerca di liquidità da parte del blockholder.

Allora si può affermare che c'è una forte correlazione tra lo sforzo del manager e la decisione di exit del blockholder e che la presenza di Common Ownership rafforza la governance aziendale, se e solo se, il blockholder sceglie exit sbilanciate. In queste condizioni gli investitori istituzionali aiutano a controllare il management in modo più efficace rispetto ai proprietari singoli che hanno pochi incentivi a esercitare tale controllo.

A. Boone e J. White (2015) hanno arricchito quanto detto evidenziando che un maggior grado di Common Ownership da parte degli investitori istituzionali facilita la produzione di informazioni, in quanto è associata a maggiori informazioni sulla gestione, minori costi di negoziazione e maggiore liquidità, con conseguente riduzione dell'asimmetria informativa. In particolare, può aiutare a ridurre i costi di agenzia associati alla separazione tra proprietà e controllo, quando le direzioni aziendali agiscono in modo egoistico<sup>34</sup>.

M. Backus, M. Sinkinson e C. Conlon (2019) hanno studiato le possibili implicazioni del fenomeno della Common Ownership sulla struttura della Corporate Governance, prendendo in considerazione un set di 500 imprese appartenenti all'indice S&P 500<sup>35</sup>, dal 1980 al 2017. Per raccogliere i dati su cui avrebbero poi condotto l'analisi, inizialmente sono ricorsi al database Thomson Reuters (TR) S34 per le investor holdings, a partire dai 13(f) reports<sup>36</sup> ottenuti dal SEC<sup>37</sup>.

I dati si sono ottenuti anche tramite il database Wharton Research Data Services (WRDS), tenendo in considerazione che alcuni studiosi<sup>38</sup> avevano già riscontrato la presenza di alcuni problemi sulla qualità dei dati del TR dataset.

Gli autori hanno inoltre raccolto dati sui prezzi e sulle azioni dal database Center for Research in Security Prices (CRSP). Poiché lo studio si focalizzava sui valori di "profit Weights" generati dalla proprietà comune, si è reputato giusto escludere holding finanziarie con shareholders di controllo e classi di azioni speciali, come ad esempio Alphabet di Google e Facebook, o società quotate nell' American Depositary Receipt (ADR)<sup>39</sup> con titoli primariamente rivolti al mercato estero.

Gli autori hanno così ottenuto una serie di evidenze economicamente significative. In primo luogo, si è riscontrato un aumento degli incentivi dovuti alla Common Ownership, incentivi che distorcono il comportamento competitivo, influenzando i prezzi e praticamente tutte le interazioni strategiche tra le imprese.

<sup>&</sup>lt;sup>34</sup> Baker, 2016.

<sup>35</sup> Standard & Poor 500 è un indice della borsa statunitense realizzato da Standard & Poor's nel 1957. Segue l'andamento di un paniere azionario formato dalle 500 società statunitensi a maggiore capitalizzazione.

<sup>&</sup>lt;sup>36</sup> Rapporti trimestrali depositati dagli investitori istituzionali con il controllo di oltre 100 milioni di dollari in attività alla SEC, che elencano tutte le attività azionarie in gestione in quel dato periodo.

<sup>&</sup>lt;sup>37</sup>La Securities and Exchange Commission è la commissione federale di vigilanza sulla borsa valori.

<sup>&</sup>lt;sup>38</sup> Ben-David ed altri, 2018.

<sup>&</sup>lt;sup>39</sup> L'ADR è una ricevuta di deposito, ossia un titolo negoziabile che rappresenta i titoli di una società estera e consente alle azioni di tale società di essere negoziati sui mercati finanziari statunitensi.

Questi sono più che triplicati passando da una media di 0,2 nel 1980 ad una di 0,7 nel 2017 (Figura 4). Il risultato ottenuto potrebbe sembrare una conferma a quanto affermato da Eekhout e De Loecker (2017) sulla crescita del markup, anche se, Backus, Sinkinson e Conlon, approfondendo l'argomento, hanno affermato che l'aumento degli incentivi alla proprietà comune tende a ritardare l'aumento dei markup.

0.7 0.6 10.5 0.3 0.2 1979 1984 1989 1994 1999 2004 2009 2014 2019

Figura 4: Common Ownership profit weights over time. Fonte: Backus, Sinkinson e Conlon.

Nel paper è stato altresì analizzato il ruolo delle "Big Three", ossia BlackRock, Vanguard, State Street, i tre investitori istituzionali che gestiscono complessivamente oltre 13 trilioni di dollari.

Viene mostrato che le loro partecipazioni all'interno di società facenti parti dell'S&P 500 sono aumentate notevolmente nel tempo, e la maggior parte di questo aumento è avvenuto dopo il 2000, anno in cui, le "Big Three" possedevano circa il 6% in media di ogni azienda, arrivando a fine 2017 a possedere il 21% in media delle imprese appartenente all'S&P 500.

Si evidenzia però che gran parte della crescita degli incentivi legati alla Common Ownership si verifica in periodi precedenti, e che a guidarli non sia la concentrazione nella gestione patrimoniale, ma un aumento della diversificazione dei portafogli degli investitori.

Infine, gli autori hanno riscontrato una forte relazione tra Common Ownership e retail share. Una grande retail share tende infatti ad aumentare gli incentivi della proprietà comune, concedendo diritti di controllo molto grandi ad un piccolo insieme di grandi investitori istituzionali con portafogli diversificati. Inoltre, hanno mostrato come la proprietà comune possa teoricamente dare origine ad incentivi per l'espropriazione di azionisti con portafogli non diversificati tramite il Tunneling. Per dimostrare ciò, gli autori sono partiti dall'idea secondo cui negli Stati Uniti non vi siano partecipazione di controllo nelle società quotate in borsa. Alla luce di questo, se sono valide le ipotesi di base della Common Ownership, ossia che i proprietari siano sufficientemente diversificati e che le aziende si preoccupino degli effetti delle loro decisioni sulla totalità dei loro portafogli azionari, le aziende potrebbero essere incentivate a portare avanti azioni di tunneling anche in assenza di interesse di controllo. Il tunneling derivante dalla Common Ownership si può mettere in relazione con il retail share, per cui quando le retail share sono elevate, cresce la possibilità di fare tunneling.

Uno dei meccanismi di Corporate Governance che è importante analizzare alla luce del fenomeno di Common Ownership è quello degli incentivi al top management. Come affermato nel primo capitolo, la letteratura teorica sulla progettazione degli incentivi ritiene che gli shareholders possano strutturare i contratti di compensazione, in modo da incentivare i managers a competere in modo aggressivo sul mercato, seguendo il presupposto secondo cui gli azionisti cercano di massimizzare il valore di una singola impresa, rispetto al valore del loro portafoglio. Quanto detto si contrappone però alla tendenza che vede gli azionisti possedere spesso portafogli diversificati ed i grandi proprietari delle società detenere interessi anche in altre società.

In particolare, se gli azionisti detengono anche partecipazioni in concorrenti, potrebbero spingere l'impresa a tenere conto di questi interessi durante la progettazione ottimale dei contratti di compensazione.

M. Anton, F. Ederer, M. Gine e M. Schmalz (2018) hanno approfondito questo tema sviluppando un modello volto ad analizzare la relazione tra il grado di Common Ownership e gli incentivi manageriali. È necessario precisare come un manager tenda a massimizzare l'utilità del suo compenso al netto dei costi privati dello sforzo da lui sostenuto, sforzo che riduce i costi dell'azienda e quindi aumenta i suoi profitti, incrementando le quantità prodotte e diminuendo i prezzi. Quindi, il contratto di compensazione performance-sensitive, da un lato induce il manager ad incrementare lo sforzo per ridurre i costi o lo scoraggia dal dirottare su sé stesso una parte di fondi, dall'altro influenza l'interazione competitiva tra imprese. Nel caso di Common Ownership, il proprietario beneficia in egual misura dei miglioramenti dei costi, ma risente maggiormente del conseguente aumento della produzione, che va a ridurre i profitti delle altre aziende che possiede. Di conseguenza, il Common Owner ha incentivi economici relativamente più deboli per fornire al suo manager una forte compensazione performance-sensitive. Pertanto, si prevede che gli incentivi manageriali saranno ridotti in settori in cui la Common Ownership è più diffusa.

Nel documento sono poi state testate le previsioni qualitative del modello e la variabile di maggiore interesse per gli autori è risultata essere la sensitività della ricchezza del manager alle performance aziendali. Coerente con la principale previsione del modello, è stata riscontrata una forte relazione negativa tra "wealth-performance sensitivity" (WPS) e Common Ownership. Per misurare la concentrazione di Common Ownership, gli autori sono ricorsi al già noto "Modified Herfindahl-Hirschman index" (MHHI) così da poter sfruttare la proprietà secondo cui *MHHI = HHI + MHHI delta*, ossia la scomposizione della concentrazione totale di mercato (MHHI) in due parti, per cui, l'HHI cattura il numero e la dimensione dei concorrenti, mentre il delta MHHI rileva a che grado questi concorrenti sono collegati da proprietà comuni.

Per rafforzare l'interpretazione causale del legame tra la concentrazione di Common Ownership ed incentivi del top management, gli autori hanno inoltre analizzato le variazioni esogene della proprietà causate dall'acquisizione di Barclays Global Investors (BGI) da parte di BlackRock. I risultati confermano quelli già ottenuti tramite regressioni con dati panel, ossia che WPS diminuisce quando in un settore aumenta la Common Ownership.

L. Liang (2016) ha esaminato l'effetto della Common Ownership sulla determinazione dei compensi degli Amministratori Delegati. Ha svolto le analisi osservando i dati sulla retribuzione dei dirigenti in un campione di aziende pubbliche statunitensi nel periodo dal 1992 al 2013, definendo le società con il termine "co-owned peers" qualora condividano un blockholder nel periodo attuale e lo abbiano condiviso negli ultimi quattro trimestri. Ha riscontrato che il compenso totale di un CEO è positivamente sensibile all'andamento delle azioni delle co-owned peers del settore. In particolare, andando ad analizzare l'insieme delle componenti che danno luogo alla retribuzione totale, ha evidenziato che sono gli inventivi a lungo termine, come le azioni e le opzioni, ad essere positivamente influenzate dalle performance delle co-owned peers.

Inoltre, per trovare gli effetti causali della cross-ownership sulla definizione dei compensi dei CEO, anch'egli è ricorso all'analisi delle variazioni esogene nella Common Ownership, generate dall'acquisizione di Barclays Global Investors da parte di BlackRock. La soluzione ottenuto è risultata essere coerente con l'ipotesi che le imprese legate attraverso investitori istituzionali siano positivamente sensibili alle performance di co-owned peers.

In generale, dal paper si evince che investitori istituzionale impegnati nelle co-owned utilizzano i contratti di retribuzione degli Amministratori Delegati per mitigare la concorrenza ed aumentare le prestazioni di società concorrenti, ma facenti parte dello stesso portafoglio.

## 3.4) Impatto della Common Ownership sulla Concorrenza e sul Mercato

L'importanza degli investitori istituzionali ed il sempre più frequente fenomeno della Common Ownership hanno acceso un vivace dibatto sugli effetti che si possono riscontrare sulla concorrenza. Gli studiosi hanno esaminato le diverse strategie di investimento adottate dai proprietari di quote e si sono domandati se queste possano influire sulla concorrenza tra società soggette a proprietà comune attive nello stesso mercato. La questione sul vantaggio o sul danno della Common Ownership per la concorrenza, l'innovazione e, in ultima analisi, il benessere dei consumatori è attualmente in corso.

È un'idea largamente diffusa tra gli economisti che la proprietà comune di una società, da parte degli stessi investitori, riduca gli incentivi a competere, rispetto alla situazione in cui la società è controllata da "separate owners" che non hanno un significativo interesse nella competizione. La competizione aggressiva, infatti, accresce la quota di mercato, ma riduce i profitti del settore, ragione per cui un Common Owner che detiene azioni uguali nelle società tende a volerla evitare. Le ricerche empiriche di Azar et al. (2016, 2018) hanno dato manforte a queste teorie, documentando che aumenti del livello di Common Ownership sono correlati all'aumento dei prezzi al consumo nelle compagnie aeree statunitensi e nei mercati bancari statunitensi.

Anche Elhauge (2016) ha riscontato una correlazione positiva tra la proprietà comune e la concentrazione della ricchezza nell'economia statunitense, confrontando il suo effetto nel periodo precedente all'approvazione delle leggi antitrust negli Stati Uniti.

Per definire la probabilità che ha la Common Ownership di danneggiare il contesto competitivo è necessario comprendere se gli investitori istituzionali con partecipazioni nel settore, abbiano un incentivo ad eludere la competizione e se questi ultimi siano in grado di influenzare le decisioni del Consiglio di Amministrazione e del management di un'impresa, direttamente o tramite incentivi.

Gli incentivi che gli investitori istituzionali ottengono dalla proprietà comune sono in prima battuta gli effetti unilaterali, che generalmente si riferiscono ad aumenti di prezzo, o diminuzioni di qualità, varietà o innovazione. Il grado in cui la proprietà comune crea incentivi per incoraggiare gli investitori istituzionali ad effetti unilaterali dipende dalle altre partecipazioni presenti nei loro portafogli. Sebbene partecipazioni diversificate in un settore possano creare incentivi per risultati anticoncorrenziali, partecipazioni diversificate in molti settori potrebbero però contrastarli.

Un modo alternativo in cui la proprietà comune potrebbe influenzare la concorrenza è l'incentivo degli investitori istituzionali a facilitare il coordinamento tra le loro società di portafoglio che potrebbero agire come "cartello" <sup>40</sup>. Tuttavia, un investitore deve essere disposto a svolgere un ruolo attivo nel coordinamento del cartello per avere un impatto sulla probabilità di collusione delle imprese, esponendosi così all'azione dell'Antitrust.

È inoltre necessario ricordare che le aziende potrebbero essere incentivate a colludere tacitamente indipendentemente dai legami di proprietà. Si può quindi affermare che l'impatto complessivo della proprietà comune sulla probabilità di collusione tacita dipenda in modo significativo dal fatto che un settore sia già suscettibile alla collusione<sup>41</sup>, e dalla capacità di un investitore di incoraggiare e facilitare un accordo collusivo.

L'altra questione da analizzare è se il management ed i membri del Consiglio di Amministrazione di aziende legate dalla Common Ownership agiscano secondo gli interessi degli

<sup>&</sup>lt;sup>40</sup> Rock e Rubinfeld, 2017.

<sup>&</sup>lt;sup>41</sup>La collusione in questo caso può basarsi su fattori quali prodotti omogenei e interazioni tra più mercati.

investitori istituzionali. Poiché gli investitori istituzionali generalmente detengono azioni di minoranza, qualsiasi strategia diretta richiederebbe loro di arrivare ad avere un controllo effettivo, o almeno un'influenza sufficiente. Azar (2017) ha identificato due mezzi principali attraverso i quali gli investitori istituzionali possono esercitare un'influenza diretta sulla gestione aziendale: "voting" e "voice".

Per quanto riguarda il possesso di azioni con diritto di voto, come le azioni ordinarie, queste permettono di esprimere una preferenza sulla selezione del Consiglio di Amministrazione di un'impresa, sui cambiamenti fondamentali nella strategia, nella struttura proprietaria e nelle partecipazioni aziendali, nonché sulla retribuzione del senior management.

Investitori istituzionali che desiderano incoraggiare comportamenti anticoncorrenziali a loro vantaggio potrebbero quindi teoricamente utilizzare i loro voti per agevolare la selezione dei membri del Consiglio o mettere in atto strategie coerenti con questo obiettivo.

Una decisione strategica che dovrebbe essere redditizia per un'azienda, ma negativa per il valore del portafoglio delle partecipazioni a livello di settore di un investitore istituzionale contrappone gli interessi degli investitori non diversificati a quelli degli investitori diversificati. Se gli investitori non diversificati detenessero collettivamente più azioni con diritto di voto rispetto a quelle degli investitori diversificati, la decisione strategica volgerebbe a loro favore.

Spesso però, per la diversificazione potrebbe non essere richiesta la maggioranza assoluta delle azioni degli investitori istituzionali per influenzare i risultati delle votazioni ed anche se questi non detenessero la maggioranza assoluta delle azioni con diritto di voto in una data azienda, la loro influenza potrebbe comunque essere determinante. Questo accade per una serie di motivi: in primo luogo gli investitori istituzionali, in molti casi, possiedono quote maggiori di azioni rispetto ai restanti investitori, ed una partecipazione azionaria dispersa, può essere un fattore decisivo nell'influenza degli investitori istituzionali<sup>42</sup>.

Inoltre, se gli investitori diversificati votano in blocco, l'impatto marginale dei loro voti potrebbe essere decisivo. Infine, bassi livelli di partecipazione all'assemblea degli azionisti e partecipazione al voto di investitori di minoranza non istituzionali potrebbero amplificare l'influenza di investitori istituzionali.

Gli interessi degli investitori istituzionali diversificati potrebbero non essere completamente allineati, minando la stabilità di una coalizione di voto, infatti, mentre gli investitori istituzionali diversificati potrebbero non necessitare della maggioranza assoluta delle azioni per plasmare le decisioni di un'azienda, non è chiaro se saranno sempre in grado di formare un blocco di voto coeso.

. .

<sup>&</sup>lt;sup>42</sup> O'Brien e Salop, 2000.

L'eterogeneità degli investitori istituzionali ed i rapidi cambiamenti nei loro portafogli rappresentano un ostacolo ad un blocco elettorale comune<sup>43</sup>.

Inoltre, le diverse partecipazioni all'interno di un dato mercato, per cui alcuni investitori istituzionali detengono azioni in società che altri non possiedono, potrebbero creare divergenze negli incentivi.

Nella pratica poi, voti che si allontanano dalle raccomandazioni del management agli investitori istituzionali sono piuttosto rari: sebbene questi abbiano l'incentivo a votare in base al valore del loro intero portafoglio rispetto alle singole azioni dell'azienda, non è chiaro se lo facciano, infatti la percentuale di azionisti che contravvengono alle raccomandazioni del management è generalmente bassa<sup>44</sup>.

Infine, gli altri azionisti della società potrebbero avere un chiaro incentivo ad osteggiare strategie anticoncorrenziali che avvantaggino gli investitori con azioni in società concorrenti. In particolare, gli investitori non diversificati potrebbero aumentare il valore delle loro partecipazioni contrapponendosi a qualsiasi tentativo di portare avanti decisioni unilaterali a favore della redditività delle imprese rivali.

Oltre al voto, gli investitori possono influenzare le decisioni dei manager dell'azienda interagendo direttamente con loro. Un sondaggio condotto tra gli investitori istituzionali ha riscontrato che questi preferiscono coinvolgere i membri della direzione e del Consiglio di Amministrazione in contesti informali, per influenzare la governance aziendale<sup>45</sup>. Tali interazioni possono essere più frequenti e di ampia portata rispetto ai voti formali degli azionisti.

Inoltre, gli investitori istituzionali possono dichiarare pubblicamente la linea di condotta che preferiscono e la richiesta di rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione.

Gli impegni degli investitori istituzionali tendono poi a concentrarsi su questioni strategiche e di governance ad un più ampio livello piuttosto che considerazioni tattiche a breve termine. In particolare, il 42% degli investitori istituzionali intervistati in un sondaggio condotto da McCaherty (2018) ritengono che la minaccia di vendere azioni sia un efficace mezzo di disciplina per la direzione aziendale, senza dover ricorrere al voto per cambiare il management.

D'altra parte, sono stati espressi diversi dubbi sull'influenza della così detta "voce" dell'investitore istituzionale. In primo luogo, è stata osservata una preferenza da parte di alcuni fondi nel rimanere passivi, anche per quanto riguarda la vendita di azioni per evitare di assumere un ruolo attivo nella società<sup>46</sup>. Inoltre, nonostante le loro dichiarazioni pubbliche, non è facile comprendere se

60

<sup>&</sup>lt;sup>43</sup> Rock e Rubinfeld, 2017.

<sup>&</sup>lt;sup>44</sup> OCSE, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>45</sup> McCahery, 2018

<sup>&</sup>lt;sup>46</sup> Davis, 2008.

gli investitori istituzionali scelgano di esercitare l'intera gamma di influenza che potrebbe teoricamente essere a loro disposizione. Non risulta quindi chiaro se gli investitori istituzionali abbiano la capacità o l'inclinazione ad impegnarsi attivamente nelle loro società in portafoglio.

Sebbene esistano diversi modi affinché gli investitori istituzionali con portafogli diversificati possano esercitare un'influenza diretta sulla gestione di un'azienda, recenti studi sulla Common Ownership hanno sottolineato che la comunicazione tra investitori e management non siano necessarie al manifestarsi di effetti sulla concorrenza<sup>47</sup>.

Il management può essere portato ad agire secondo gli interessi degli azionisti istituzionali anche nel caso in cui le loro principali leve di influenza diretta, vendere le azioni o votare per sostituire i membri del Consiglio di Amministrazione, non vengono utilizzate. Infatti, eventuali manifestazioni pubbliche di malcontento degli investitori istituzionali non si rifletterebbero in modo positivo sul management e potrebbero influenzare le opinioni di altri azionisti.

Pertanto, il management può cercare attivamente di evitare di incorrere nell'insoddisfazione dei detentori di grandi blocchi, anche senza essere esplicitamente "minacciati". In particolare, alcuni gruppi di investitori istituzionali possono essere implicitamente considerati dai manager come un unico blocco, in quanto presentano interessi più o meno allineati. Ciò aumenterebbe il peso che gli viene attribuito dal management che incrementerebbe gli sforzi per soddisfare i loro interessi.

Katharina Lewellen e Michelle Lowry (2018) hanno condotto un'analisi empirica della proprietà comune basata sulla letteratura recente che, dal 2017, è composta da tre published papers e dodici working papers. Tutti e tre i published papers e dieci dei dodici working papers affermavano che la proprietà comune aveva effetti causali sul comportamento delle imprese, diminuendo la concorrenza ed aumentando il coordinamento tra le imprese con Common Ownership. Basandosi su questa ricerca, si potrebbe ragionevolmente concludere che la tendenza alla proprietà comune giustifica l'aumento di controllo da parte delle autorità di regolamentazione.

Tuttavia, ci sono motivi di scetticismo. Innanzitutto, le stesse autrici esprimono il loro dissenso rispetto a questo risultato, inoltre, The Committee of Capital Market Regulation<sup>48</sup> ritiene che le conclusioni iniziali generate dai papers sulla Common Ownership potrebbero essere state fuorvianti per la letteratura sviluppata in seguito.

A sostegno della tesi di Lewellen e Lowry, un working papers risalente a luglio 2019, a cura di Patrick Dennis, Kristopher Gerardi e Carola Schenone, ha dimostrato che la Common Ownership non produce effetti anti-competitivi all'interno del settore aereo statunitense, contravvenendo a

<sup>&</sup>lt;sup>47</sup> Elhauge, 2016; Azar, 2017.

<sup>&</sup>lt;sup>48</sup>Il Comitato per la Regolamentazione dei Mercati dei Capitali è un'organizzazione di ricerca indipendente e apartitica finanziata da contributi di individui privati, fondazioni e società.

quanto espresso da Azar, Schmalz e Tecu in "The airlines paper". Gli autori mostrano infatti che la relazione positiva tra proprietà comune e prezzi dei biglietti è generata da fattori che riguardano la quota di mercato piuttosto che da coloro che compongono la struttura proprietaria. Per procedere con l'analisi hanno ricostruito il medesimo campione di dati utilizzato in "The airlines paper", effettuando le stesse regressioni sui prezzi.

Hanno però costruito due misure alternative del HHI delta utilizzato in origine: una in cui la variazione delle quote di mercato non viene considerata, mentre si tiene contro della variazione nella proprietà comune ed una seconda misura in cui la variazione nella proprietà comune non viene considerata, mentre si tiene conto della variazione delle quote di mercato. Si dimostra così che la prima misura non è correlata con i prezzi medi, mentre la seconda misura è a loro positivamente correlata, quindi è la variazione delle quote di mercato, non della proprietà comune, a guidare la correlazione tra HHI delta e prezzi.

Lo studio di Dennis, Gerardi e Schenone ha integrato il lavoro di Kennedy, O'Brien, Song e Waehrer (2017), i quali, analizzando il lavoro di Azar, Schmalz e Tecu, non avevano trovato evidenze dell'aumento dei prezzi a causa della Common Ownership. Il loro paper aveva dato prova che nella teoria della proprietà parziale sia il prezzo che il MHHI fossero *effetti di equilibrio* dipendenti da fattori di costo e di domanda, non dalla struttura della proprietà e del controllo nel mercato. Inoltre, hanno dimostrato che le regressioni in forma ridotta stimate in "The airlines paper" non derivino direttamente dalla teoria e di conseguenza non valgano in un modello strutturale in cui la misura della Common Ownership deriva direttamente dalla teoria.

Oltre alla presenza di tesi a favore della non "anti-competitività" della Common Ownership, è stato dimostrato che questa apporti una serie di effetti positivi per la concorrenza. In primo luogo, aiuta a raggiungere la stabilità del sistema finanziario, in particolare durante i periodi di crisi, permettendo al mercato dell'equity di continuare a prosperare<sup>49</sup>. Bisogna inoltre considerare i benefici per gli individui che decidono di investire in fondi indicizzati passivi, quali i bassi costi di transazione dati dall'economia di esperienza degli asset managers specializzati e l'effetto della diversificazione.

La presenza di investitori istituzionali aumenta la liquidità nei mercati azionari e persino l'OECD in una nota del 2017 riguardante il fenomeno della Common Ownership ha esplicitato che: "capital markets could benefit from the liquidity provided by frequent institutional investor transactions". In particolare, nella nota si afferma che la preoccupazione finanziaria può portare ad un aumento della proprietà comune e nello specifico, spingere i politici ad evitare fallimenti bancari in tempi di crisi, chiedendo agli investitori istituzionali di fornire capitali di emergenza. Il capitale

\_

<sup>&</sup>lt;sup>49</sup> Baker, 2016.

raccolto in tempi di crisi di liquidità è quindi un esempio di come la presenza di investitori istituzionali possa avere un impatto positivo sulla stabilità del sistema finanziario.

Un altro vantaggio della Common Ownership dei fondi di investimento passivi è la diversificazione e la liquidità dei portafogli. Queste caratteristiche aumentano la concorrenza tra i fondi nell'attrarre nuovi clienti ed investitori, migliorando il funzionamento del mercato dei capitali e incoraggiando gli investimenti rendendo la diversificazione meno difficile o meno costosa per gli investitori<sup>50</sup>.

Gli studiosi sottolineano infatti i vantaggi della diversificazione a basso costo che l'emergere dei fondi indicizzati passivi hanno portato alle famiglie che cercano di investire, ad esempio a fini pensionistici. Uno spostamento dalla proprietà diretta dalle azioni all'investimento in fondi ha consentito agli investitori di diversificare i propri rischi e beneficiare dei servizi di gestori di portafoglio professionisti. Questo ha avuto un impatto positivo sulle persone che alla fine hanno investito in questi fondi, ottenendo, come già detto, bassi costi di transazione e traendo vantaggio dall'economia d'esperienza degli asset managers.

È importante citare che, già nel 2012, è stato pubblicato uno studio, condotto da Anna di Robilant, nel quale si sosteneva che la proprietà comune avesse una valenza positiva sulla concorrenza e fosse in grado di contribuire a creare una maggiore "Equality of Autonomy", termine con il quale l'autrice voleva intendere un accesso più equo ai mezzi materiali e relazionali che consentono agli individui di essere autonomi. In particolare, nell'articolo, il vantaggio che apporta la proprietà comune si ritiene dipenda dalle caratteristiche, dai valori e dagli interessi che la risorsa ha in sé.

Infine, uno studio condotto da J. He e J. Huang ha ricercato prove empiriche del coordinamento associate alla proprietà comune da parte di investitori istituzionali. E' stato analizzato un campione di imprese pubbliche negli Stati Uniti tra il 1980 e il 2014 e la conclusione ottenuta è stata che aziende soggette a Common Ownership hanno maggiori probabilità di impegnarsi in joint venture, alleanze strategiche ed altri mezzi di coordinamento esplicito e risultano esserci maggiore produttività dell'innovazione e margini di profitto operativi più alti, suggerendo che queste imprese cooperino implicitamente negli sforzi di ricerca e sviluppo e condividano la conoscenza. Questa cooperazione è risultata associata a tassi di crescita della quota di mercato più elevati e maggiori profitti.

Altri studi empirici hanno rilevato che la proprietà comune influisce positivamente sulla diffusione dell'innovazione. A tal proposito L. Kostovetsky e A. Manconi (2018) hanno riscontrato un "higher intensity of patent citations among firms that share institutional owners".

<sup>&</sup>lt;sup>50</sup> Baker, 2016.

Sebbene il dibattito sull'impatto che la Common Ownership ha sulla concorrenza sia ancora in corso e non sembra essere giunto ad un responso unanime, alcune potenziali linee di condotta sono state identificate da coloro i quali ritengono che la proprietà comune danneggi la concorrenza.

Sono state recentemente proposte quattro policy response volte ad affrontare la preoccupazione in materia: ricorrere alla legislazione già in uso per la concorrenza, fissare un limite rigido ai livelli di proprietà comune, stabilire un "porto sicuro" per la proprietà comune e considerare l'impatto sulla proprietà comune delle fusioni di fondi di investimento.

L'applicazione della legislazione sulla concorrenza alla Common Ownership può fare luce sul grado di controllo e sull'influenza a cui è soggetta una transizione. Tuttavia, molti regimi di controllo non sono in grado di osservare le acquisizioni più piccole condotte dai fondi di investimento, nemmeno se avvengono in parallelo e creano una coalizione stabile di investitori. Lo stesso vale anche per i "cartelli" che facilitano la collusione tacita tramite la proprietà comune.

Alla luce di questo, l'applicazione dell'attuale legislazione al fenomeno della Common Ownership sembra riguardare soltanto acquisizioni sufficientemente grandi o accordi collusivi espliciti facilitati dagli investitori istituzionali.

E. Posner, F. Scott Morton e G. Weil (2017) hanno proposto un approccio alternativo che prevede l'emissione di politiche aggiuntive da parte dell'Antitrust, proponendo un limite più stringente alla Common Ownership secondo cui nessun investitore istituzionale che detenga azioni in più società può possedere più dell'1% della quota di mercato a meno che questi non sia un fondo indicizzato indipendente che si impegna ad essere puramente passivo. Con questo approccio gli investitori istituzionali si concentreranno sulle performance delle loro società in portafoglio, consentendo a fondi completamente diversificati di operare in condizioni tali da non influenzare la gestione dell'azienda. In sintesi l'autore afferma che: "The bottom line is that our modest policy would generate enormous social gains by reducing anticompetitive behavior while causing only trivial losses in diversification, and very likely improving corporate governance".

Rock and Rubinfeld (2017) hanno sviluppato una proposta alternativa per chiarificare l'applicazione della legislazione sulla concorrenza proponendo di introdurre un "merger control safe harbour" per gli investitori che detengono fino al 15% delle azioni di una società, senza rappresentanza in Consiglio di Amministrazione. La soglia del 15% è fissata in base alla valutazione della proporzione di quote necessarie affinché un investitore possa esercitare un'influenza su un'impresa.

O'Brien e Waehrer (2017) hanno invece proposto un "safe harbour" più stringente basato sul MHHI. In particolare, mentre esprimono scetticismo sulla capacità dell'MHHI di misurare i potenziali impatti della Common Ownership sui prezzi, suggeriscono che questo può essere utilizzato come

indicatore approssimativo dei potenziali impatti sulla concorrenza quando è possibile identificare una chiara struttura di controllo degli azionisti.

Da quanto detto, risulta evidente come, negli Stati Uniti, il dibattito sugli effetti della Common Ownership sulla concorrenza sia aperto ormai da diversi anni, ma solo recentemente il tema è diventato oggetto di discussione in Europa ed in particolare la Commissione Europea ha inserito l'analisi della proprietà comune nelle pratiche decisionali sulle fusioni, per valutare se una data concentrazione potrebbe comportare un ostacolo significativo all'efficacia della concorrenza.

A seguito della crisi finanziaria del 2008, il quadro normativo dell'UE ha richiesto un rafforzato impegno da parte degli azionisti istituzionali come strumento di controllo sulla gestione. Questa situazione è, in effetti, desiderabile dal punto di vista del governo societario, ma a volte può creare tensioni per quanto riguarda le leggi sulla concorrenza.

Il Parlamento europeo nella Relazione Annuale della Commissione Europea sulla politica di concorrenza<sup>51</sup> ha infatti espresso le sue preoccupazioni riguardo gli effetti anti-competitivi della Common Ownership da parte dei grandi investitori istituzionali, in quanto il possesso di una quota significativa di società concorrenti, all'interno dello stesso settore, crea un quasi-oligopolio con effetti negativi sui consumatori e sull'economia limitando la concorrenza.

Inoltre, durante lo stesso anno, il commissario per la concorrenza, Margareth Vestager ha annunciato l'avvio di analisi volta a determinare la frequenza del fenomeno della proprietà comune in Europa ed a definirne gli effetti sulla concorrenza<sup>52</sup>.

### 3.5) Common Ownership nel settore bancario Europeo

In questa sezione viene presentato uno studio, risalente a maggio 2020, commissionato dalla Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo (ECON) sull'impatto della Common Ownership da parte di Investitori Istituzionali nel settore bancario europeo.

L'analisi è stata condotta su un campione costituito da 25 banche pubbliche quotate in Europa<sup>53</sup>, nel periodo che intercorre dal primo trimestre del 2012, all'ultimo trimestre del 2015. Questo orizzonte temporale è rappresentativo dei livelli di Common Ownership poiché non si sono verificati grandi cambiamenti nelle partecipazioni detenute degli investitori.

Questo periodo è anche successivo alla ristrutturazione del settore bancario dell'Unione Europea avvenuta dopo la crisi finanziaria. Per questa analisi, i dati utilizzati sono estrapolati dai

<sup>&</sup>lt;sup>51</sup> 18/04/2018.

<sup>&</sup>lt;sup>52</sup> Commissione europea, comunicato stampa, Innsbruck,16 febbraio 2018.

<sup>&</sup>lt;sup>53</sup> Regno Unito (5), Francia (3), Spagna (3), Svezia (3), Germania (2), Italia (2), Svizzera (2), Belgio (1), Danimarca (1), Finlandia (1), Paesi Bassi (1) e Norvegia (1).

database Thomson Reuters Global Ownership, che riporta le partecipazioni detenute da tutte le società e le banche quotate in borsa a livello mondiale.

Gli autori hanno definito il "number of blockholdings" come il numero di banche in cui un determinato investitore detiene una quota di partecipazione superiore a una determinata soglia. Il valore fornisce un'indicazione delle dimensioni e della densità di proprietà comune detenuta da un investitore.

Gli investitori istituzionali nell'Unione Europea sono spesso gli stessi presenti nei settori bancari degli Stati Uniti. La ragione di questo è dovuta al fatto che l'industria mondiale della gestione patrimoniale è dominata dai fondi statunitensi ed i fondi europei sono più piccoli e frammentati rispetto a questi ultimi. In effetti, molte delle maggiori società d'investimenti europee sono filiali di banche e compagnie di assicurazione, che tendono a fare affidamento sulla vendita di prodotti interni tramite canali di distribuzione entro i confini nazionali.

Inoltre, dal punto di vista sociologico, le famiglie statunitensi sono meno avverse al rischio dell'investimento rispetto alle famiglie europee che tendono a depositare in banca i loro risparmi. Infine, i fondi pensione sono significativamente più grandi negli Stati Uniti rispetto a quelli presenti in Europa, in quanto qui si continua a ricorrere maggiormente ai regimi pensionistici finanziati dal governo.

La maggiore differenza tra la struttura proprietaria del settore bancario UE rispetto a quello statunitense è la presenza di investitori locali che detengono quote del 10%, o anche maggiori, nelle banche europee presenti nel campione. Alcuni investitori locali sono governi nazionali, come nel caso di Norges Bank Investment Management (NBIM), uno dei più grandi investitori istituzionali europei che risulta essere di proprietà del governo norvegese.

È importante evidenziare alcune differenze tra uno stato e l'altro: ad esempio, nelle banche svedesi non sono presenti investitori istituzionali statunitensi, oppure nelle banche del Regno Unito la struttura proprietaria è simile a quella delle più grandi banche americane.

Queste differenze possono essere attribuite alle diverse strutture di mercato, alle regolamentazioni che vengono applicate ed alle differenti classi di voto che impattano sul controllo delle banche. Si riscontrano anche differenze in termini di struttura di governance che possono essere spiegate dal differente impatto che la crisi ha avuto sulle banche, in particolare, alcune banche gravemente colpite dalla crisi hanno visto un aumento della quantità di azioni detenute da investitori istituzionali statunitensi a partire dal 2015 ed anche alcuni governi nazionali sono diventati i maggiori investitori di un gran numero di istituti bancari.

L'analisi empirica ha mostrato che i Common Owners più grandi, riscontrabili nel campione di banche, risultano essere BlackRock, NBIM e Vanguard. Viene però evidenziato che la proprietà aggregata degli investitori istituzionali è dispersa tra un gran numero di azionisti, ciascuno con piccole quantità di partecipazioni, tipicamente tra il 5% e il 9%. Di solito, le partecipazioni detenute dagli asset managers che gestiscono fondi indicizzati passivi sono inferiori alle soglie di notifica stabilite nella Direttiva sulla Trasparenza e nelle Direttive sui Requisiti Patrimoniali<sup>54</sup> che disciplinano l'accesso alle attività di raccolta di depositi di banche e imprese di investimento.

Si ritiene quindi che nessun singolo investitore istituzionale abbia un livello di blockholding sufficiente per poter esercitare un'influenza significativa sulla gestione. Tuttavia, la sottoscrizione di patti parasociali (per esempio, votare di concerto) potrebbe sortire questo effetto.

Infine, analizzando l'"engagement reports" dei tre maggiori investitori istituzionali delle banche incluse nel campione, gli autori hanno riscontrato che questi esercitano i propri diritti di voto in modo estensivo, in particolare per quanto riguarda la composizione del Consiglio di Amministrazione, la remunerazione e le politiche ESG<sup>55</sup>.

Le statistiche hanno inoltre mostrato che, nella maggior parte dei casi, i blockholders votano a favore della proposta del management.

-

<sup>54</sup> CRD IV

<sup>&</sup>lt;sup>55</sup> Governance ambientale, sociale ed aziendale.

# CAPITOLO 4: Analisi del Common Ownership in ambito europeo

### 4.1) Obiettivo dell'analisi e raccolta dati:

Dopo aver descritto ed analizzato l'ampia letteratura in materia di common ownership, soffermandosi sui suoi possibili effetti all'interno del mercato, il capitolo quarto si pone l'obiettivo di verificare l'entità della proprietà comune in ambito europeo e di studiarne gli effetti sulle imprese che ne sono soggette.

La letteratura riguardante il fenomeno del common ownership nel contesto europeo non è ricca e dettagliata come invece si è potuto riscontrare nel caso degli Stati Uniti, tuttavia recenti studi hanno portato alla luce un forte incremento della proprietà comune nelle imprese attive nell'UE.

Infatti, Secondo il report "Common Shareholding in Europe" (2020) condotto dalla Commissione Europea, il numero di common shareholders all'interno delle società quotate attive nell'Unione Europea nel periodo 2007-2016 è aumentato nel tempo, passando da circa 14mila nel 2007 a oltre 16mila nel 2016.

Inoltre, anche il numero di società quotate che sono detenute in modo incrociato dagli investitori istituzionali è aumentato, passando da circa 15,5 mila a circa 17,5 mila.

In termini relativi, il 67% di tutte le imprese attive nell'UE sono partecipate da azionisti comuni che detengono almeno il 5% in ciascuna società, ciò significa che più di due terzi di tutte le società quotate attive nell'UE sono legate ad almeno un'altra impresa tramite un azionista comune che detiene una quota non trascurabile di azioni in entrambe le società.

La rilevanza dei risultati emersi suggerisce quindi che quello europeo sia un ambito interessante per studiare l'incidenza della proprietà comune e come questa possa impattare sulle performance delle imprese.

È bene precisare che si è scelto di non concentrare l'analisi a livello nazionale in quanto i grandi investitori istituzionali, nelle scelte di partecipazione all'azionariato, perseguono logiche sovranazionali e tenendo conto soltanto del contesto nazionale si potrebbe avere una visione solo parziale e limitata del fenomeno.

Questa evidenza è stata riscontrata in uno studio condotto dal UK Competition and Markets Authority (CMA)<sup>56</sup>, nel 2017, all'interno del quale sono state esaminate le strutture proprietarie delle società afferenti ai maggiori paesi europei evidenziando che la proprietà media di quote di società

<sup>&</sup>lt;sup>56</sup> La Competition and Markets Authority (CMA) è un dipartimento governativo non ministeriale britannico, responsabile del rafforzamento della concorrenza tra le imprese e della prevenzione e riduzione di attività anticoncorrenziali.

detenute da investitori istituzionali alla fine del 2017 ha superato il 40% solo in Danimarca e nei Paesi Bassi mentre le cifre corrispondenti per Francia, Germania, Italia e Spagna sono risultate essere rispettivamente del 28%, 34%, 29% e 25%.

Tuttavia, dal documento di evince che, mantenendo una visione dell'intero contesto europeo è possibile individuare quali siano le logiche che spingono gli shareholders a scegliere come investire.

Per realizzare l'analisi empirica sul fenomeno del Common Ownership in Europa si è deciso di lavorare su quattro diversi settori: automotive, bancario, assicurativo e chimico-farmaceutico.

Per ognuno di questi settori, sono state inserite nei campioni le maggiori società in termini di valore di Company Market Cap superiore o pari a 3 604 900 000.00 €.

I dati raccolti coprono un orizzonte temporale che va dal 2011 al 2019, non tenendo così conto degli eventuali mutamenti dei dati di bilancio che potrebbero essere causati dalla pandemia di Covid-19 a partire dal 2020.

Le società facenti parte del set oggetto di analisi sono tutte quotate in borse europee, precisando che si è tenuto conto anche di società turche, quotate alla borsa di Istambul. Per contro si è deciso di non considerare società con sede in Regno Unito, alla luce della recente uscita dall'Unione Europea tramite Brexit.

Di seguito vengono riportare nel dettaglio le società oggetto di analisi con il relativo Stato di appartenenza, all'interno dei settori a cui afferiscono (Tabella 3, Tabella 4, Tabella 5, Tabella 6).

Tabella 3: Campione imprese del settore automotive

Settore Automotive	Stato		
HELLA GmbH & Co KGaA	Germania		
Bayerische Motoren Werke AG	Germania		
Continental AG	Germania		
Daimler AG	Germania		
Volkswagen AG	Germania		
Faurecia SE	Francia		
Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA	Francia		
Renault SA	Francia		
Valeo SA	Francia		
Ford Otomotiv Sanayi AS	Turchia		

Tabella 4: Campione Banche

Banche	Stato	
OTP Bank Nyrt	Ungheria	
Powszechna Kasa Oszczedności Bank Polski SA	Polonia	
Banca Mediolanum S.p.A.	Italia	
Bankinter SA	Spagna	
Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A.	Italia	
Intesa Sanpaolo S.p.A.	Italia	
Svenska Handelsbanken AB	Svezia	
Akbank TAS	Turchia	
Credit Agricole SA	Francia	
UBS Group AG	Svizzera	

Tabella 5: Campione Assicurazioni

Assicurazioni	Stato			
ASR Nederland NV	Paesi Bassi			
NN Group NV	Paesi Bassi			
CNP Assurances SA	Francia			
Allianz SE	Germania			
AXA SA	Francia			
Baloise Holding AG	Svizzera			
Swiss Life Holding AG	Svizzera			
Assicurazioni Generali S.p.A.	Italia			
UnipolSai Assicurazioni	Italia			
S.p.A.				
Ageas SA	Belgio			

Tabella 6: Campione imprese del settore chimico-farmaceutico

Settore chimico farmaceutico	Stato			
Biomerieux SA	Francia			
Merck KGaA	Germania			
Qiagen NV	Germania			
Carl Zeiss Meditec AG	Germania			
Novartis AG	Svizzera			
GN Store Nord A/S	Danimarca			
Sartorius AG	Germania			
Sartorius Stedim Biotech SA	Francia			
DiaSorin S.p.A.	Italia			

Al fine di costruire il dataset con le informazioni relative a ciascuno dei quattro campioni di imprese, si è ricorsi al database Thomson Reuters<sup>57</sup> tramite il software Eikon<sup>58</sup>.

Quest'ultimo ha premesso di raccogliere i dati finanziari dello stato patrimoniale e del conto economico per ognuna delle società oggetto di analisi ed è inoltre stato possibile accedere alle informazioni relative alla struttura proprietaria, in termini di lista degli azionisti e corrispondente quota di partecipazione.

In merito a questo, all'interno del dataset sono stati riportati, per ogni anno e per ogni società, i primi sei investitori in termini di ampiezza della quota.

#### 4.2) Analisi degli investitori istituzionali

A valle della costruzione del dataset, in primo luogo si sono voluti individuare i maggiori investitori istituzionali ed analizzarne il comportamento nei quattro diversi settori oggetto dello studio.

L'obiettivo è quello di definire quali siano i common shareholders più attivi in ambito europeo e se nel tempo sia possibile individuare una loro crescente partecipazione all'azionariato delle società europee, tramite l'analisi dei loro portafogli di investimenti.

Investigare la dimensione del portafoglio di un investitore, infatti, è un elemento fondamentale per capire la forza dei legami creati da quell'azionista tra le imprese presenti nel suo portafoglio.

Sono stati quindi individuati due indicatori che catturano diversi aspetti di dimensione e forza del portafoglio di ognuno dei maggiori investitori istituzioni, che ne riflettono l'entità della partecipazione comune a livello di settore.

Gli indicatori sono stati desunti dal report "Common Shareholding in Europe" (2020) della Commissione Europea e si basano sulle relazioni tra azionista ed azienda rappresentati attraverso una ownership Matrix (OM) ossia una matrice dove ogni riga corrisponde ad un azionista, ogni colonna ad un'azienda e all'interno delle celle sono riportate le quote di proprietà corrispondenti.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>57</sup> Thomson Reuters raccoglie informazioni dai mercati azionari e dalle società stesse, tramite contatto diretto o tramite i loro siti web, i giornali finanziari ed altre fonti.

<sup>&</sup>lt;sup>58</sup> Eikon è un insieme di prodotti software forniti da Refinitiv per monitorare ed analizzare le informazioni finanziarie. Eikon è stato lanciato da Thomson Reuters nel 2010 e funziona principalmente su Windows.

Il primo tipo di indicatore utilizzato per studiare i portafogli degli investitori è la cosiddetta **densità degli investimenti**<sup>59</sup>, data dal rapporto tra il numero di società di cui un dato investitore, in uno specifico anno, possiede delle quote, sul numero totale di società costituenti il campione di analisi. Questo indicatore non tiene conto dell'effettivo importo della partecipazione, ma solo se l'investitore è presente o meno in una certa azienda.

Il secondo indicatore è definito come **densità pesata di TOAS** <sup>60</sup>(Total asset) ed è dato dal rapporto tra la somma dei valori dell'attivo delle imprese all'interno del portafoglio di un investitore istituzionale, ognuno dei quali è ponderato per l'effettiva quota di proprietà dell'investitore, e la somma totale dell'attivo di tutte le aziende del settore analizzato.

Di seguito sono analizzati i risultati ottenuti per ogni settore.

Settore Automotive: il settore presenta un azionariato ricco di investitori istituzionali di natura internazionale, come si riscontra considerando che, per ogni società, dei sei maggiori azionisti, almeno quattro afferiscono a questa categoria.

Il gran numero di investitori istituzionali si evince inoltre osservando la Tabella 7. Questa mostra i valori di densità ottenuti per ogni anno dal 2011 al 2019 ed i dati al suo interno sono stati calcolati per tutti gli investitori istituzionali aventi partecipazioni in almeno due società, ossia aventi un valore di densità pari o superiore al 20%.

Tabella 7: Densità settore automotive

Densità	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Amundi	20%		20%	10%			10%	10%	30%	
BlackRock	60%	50%	40%	50%	60%	80%	90%	100%	80%	90%
Capital Research Global Investors	40%	30%	30%	20%	10%			10%		
Capital World Investors		20%								
DWS Investment GmbH	20%	20%	10%	10%		20%		10%		20%
Fidelity International				20%	10%					
Harris Associates L.P.					10%	20%	40%	40%	40%	30%
Lazard Asset Management						20%	10%			
Norges Bank Investment Management (NBIM)	50%	70%	70%	70%	80%	80%	70%	50%	50%	50%
Waddell & Reed Investment Management Company NLE	20%	10%								
The Vanguard Group, Inc.	10%	10%	10%	20%	50%	70%	60%	70%	70%	70%

-

<sup>&</sup>lt;sup>59</sup> Densità= num. imprese in portafoglio / num. totale imprese

<sup>&</sup>lt;sup>60</sup> Densità pesata di TOAS = Somma pesata di TOAS imprese in portafoglio / TOAS totale del mercato

Dalla Tabella 7 si evince che gli investitori istituzionali maggiormente attivi e che presentano portafogli di considerevoli dimensioni sono BlackRock, Harris Associates L.P.<sup>61</sup>, Norges Bank Investment Management (NBIM) e The Vanguard Group, Inc.

La Figura 5 evidenzia l'andamento della densità dei quattro maggiori investitori istituzionali. BlackRock e Norges Bank Investment Management (NBIM) risultano essere i maggiori detentori di società nel portafoglio, in particolare è interessante osservare che BlackRock, nel 2018, detiene quote in tutte le società facenti parte del campione.

Si evidenzia invece un incremento di società detenute nei portafogli di The Vanguard Group, Inc. e di Harris Associates L.P., dove il fenomeno della proprietà comune si presenta a partire dal 2014 per il primo e dal 2016 per il secondo.

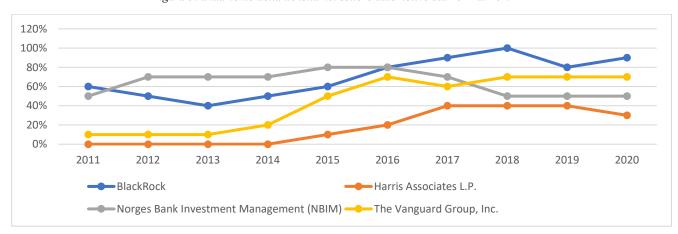


Figura 5: andamento della densità nel settore automotive dal 2011 al 2019

Per quanto riguarda la Figura 6, BlackRock risulta avere un andamento della densità pesata di TOAS maggiore rispetto a quella degli altri tre shareholdes. NBIM presenta una curva più bassa in quanto, anche se il numero di società presenti in portafoglio risulta essere simile rispetto a quello di BlackRock, le quote detenute in questo settore hanno un valore ridotto.

L'andamento crescente della curva di The Vanguard Group, Inc., a partire dal 2014, è dovuto all'alto numero di società di cui detiene le quote che però hanno un valore ridotto, mentre per Harris Associates L.P. vale il discorso opposto, ossia il valore delle quote detenuto risulta essere più alto, a fronte di poche società presenti in portafoglio.

<sup>&</sup>lt;sup>61</sup> Harris Associates LP è una società di investimento con sede a Chicago che gestisce \$ 86 miliardi di in attività al 30 giugno, 2020. Harris è interamente di proprietà di Natixis Global Asset Management, una società di servizi finanziari francese, principalmente di proprietà di BPCE, il secondo gruppo bancario francese. Harris Associates mantiene il pieno controllo delle decisioni di investimento, della filosofia di investimento e delle operazioni quotidiane.

5,000% 4,000% 3,000% 2,000% 1,000% 0,000% 2012 2013 2014 2015 2016 2019 2011 2017 2018 BlackRock Harris Associates L.P. Norges Bank Investment Management (NBIM) —— The Vanguard Group, Inc.

Figura 6: andamento della densità pesata di TOAS dal 2011 al 2019

*Settore bancario*: il settore propone un azionariato variegato costituito da investitori istituzionali, che operano sia a livello nazionale che sovranazionale, fondazioni private, enti statali e grandi azionisti privati.

La Tabella 8 mostra i valori di densità dei portafogli dei vari investitori istituzionali che prendono parte all'azionariato delle banche oggetto di studio. Nel caso in esame soltanto per quattro di essi si è riscontrato un interessante valore di densità, ossia BlackRock, Norges Bank Investment Management (NBIM), The Vanguard Group, Inc. e Lazard Ltd<sup>62</sup>.

Densità	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BlackRock	20%	10%	0%	30%	30%	30%	70%	70%	50%	50%
Lazard	20%	20%	30%	30%	20%	20%	20%	10%	10%	20%
Norges Bank Investment Management (NBIM)	30%	40%	40%	20%	30%	20%	30%	30%	30%	50%
The Vanguard Group, Inc.	10%	30%	30%	40%	40%	70%	80%	60%	70%	80%

Tabella 8: Densità settore bancario

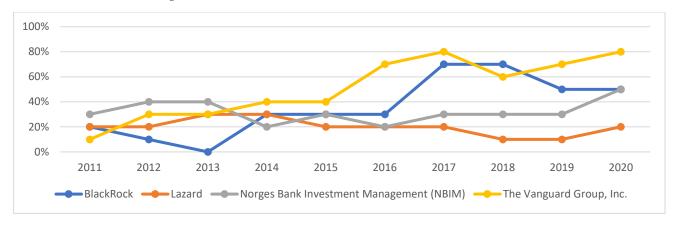
Dall'analisi della Figura 7 si riscontra un andamento crescente delle curve sia di The Vanguard Group, Inc. che di BlackRock e per quanto riguarda quest'ultimo è interessante sottolineare che fino all'anno 2016 presenta valori di densità molto bassi, specie nell'anno 2013 in cui lo shareholder non detiene in portafoglio nessuna delle banche facenti parte del campione.

Le curve di NBIM e Lazard hanno invece un andamento piuttosto lineare anche se le società presenti nel portafoglio di Lazard sono un numero ridotto.

-

<sup>&</sup>lt;sup>62</sup> Lazard Ltd è una società americana di consulenza finanziaria e gestione patrimoniale che si occupa di investment banking, asset management ed altri servizi finanziari, lavorando con clienti istituzionali. È la più grande banca di investimento indipendente al mondo, con sede principale a New York.

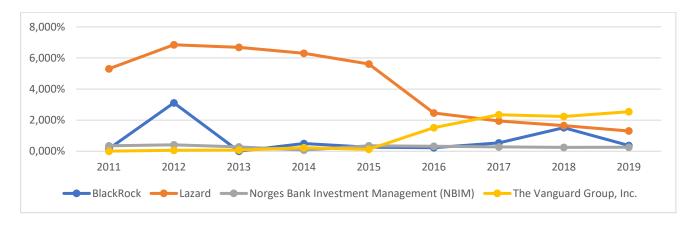
Figura 7: andamento della densità nel settore bancario dal 2011 al 2019



L'andamento delle curve che rappresentano la densità pesata di TOAS, presentato in Figura 8, risulta molto diverso da quello esplicitato sopra. Lazard, fino all'anno 2015, ha valori molto elevati di densità pesata di TOAS, questo perché, pur essendo presente in pochi degli azionariati presi in considerazione, le quote di azioni di OTP Bank Nyrt sono sempre superiori al 3,5%.

Anche BlackRock è in possesso di quote ampie, che oscillano dal 3,5% al 5%, così da spingere la densità pesata verso valori più alti, a fronte di una bassa densità. The Vanguard Group, Inc. e NBIM hanno invece un andamento in linea con quello presentato in figura 3 ma le loro quote non arrivano mai a superare il valore di 3,5%.

Figura 8: andamento della densità pesata di TOAS nel settore bancario dal 2011 al 2019



*Settore Assicurativo*: l'azionariato del settore assicurativo si presenta costituito per larga parte da investitori istituzionali alcuni dei quali si configurano anche come primi azionisti in termini di quota di mercato.

È interessante precisare che le assicurazioni italiane si allontanano da quanto sopra descritto presentando invece un azionariato costituito per larga parte da investitori e società italiane, come nel caso di Generali Assicurazioni, o da banche e società cooperative italiane, come nel caso di UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

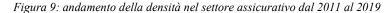
Dall'analisi della densità risulta che, di tutti gli investitori istituzionali detentori di quote, solo BlackRock, Norges Bank Investment Management (NBIM) e The Vanguard Group, Inc presentano valori interessanti alla luce dell'analisi della proprietà comune.

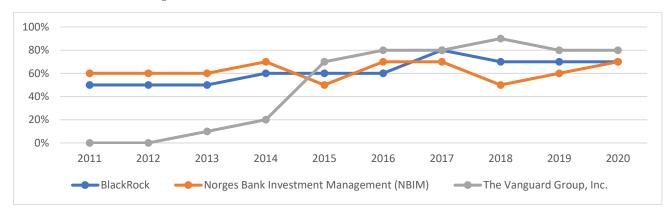
In particolare, come si evidenzia in Tabella 9, i valori di densità risultano molto elevati con BlackRock e NBIM che detengono, per ogni anno, 5 o più assicurazioni nei loro portafogli.

L'andamento della densità di The Vanguard Group, Inc. invece risulta crescente tanto da detenere in portafoglio 9 società su 10 nel 2018. (Figura 9).

2011 2012 2013 2015 2016 2017 2018 2019 densità 2014 2020 BlackRock 50% 50% 50% 60% 60% 60% 80% 70% 70% 70% Norges Bank Investment 60% 60% 60% 70% 50% 70% 70% 50% 60% 70% Management (NBIM) 0% 0% 10% 20% 70% 80% 80% 90% 80% 80% The Vanguard Group, Inc.

Tabella 9: Densità settore assicurativo





Il trend della densità pesata di TOAS in Figura 10 risulta in linea con l'andamento della densità sopra descritto ma, mentre le curve di NBIM e The Vanguard Group, Inc. si posizionano in basso date le limitate percentuali di quote detenute, la curva di BlackRock si posiziona al di spora delle altre due, in quanto l'investitore detiene quote corpose che arrivano a superare il 7%.

5,000% 4,000% 3,000% 2,000% 1,000% 0,000% 2012 2015 2016 2018 2019 2011 2014 2017 BlackRock Norges Bank Investment Management (NBIM) The Vanguard Group, Inc.

Figura 10: andamento della densità pesata di TOAS nel settore assicurativo dal 2011 al 2019

Settore Chimico-Farmaceutico: per quanto riguarda l'azionariato del settore chimico farmaceutico se ne evidenziano due tipologie di composizione. Dal campione si evince che, per alcune società quali Biomerieux SA, Carl Zeiss Meditec AG, Sartorius AG, Sartorius Stedim Biotech SA e DiaSorin S.p.A., le quote di maggioranza sono detenute dal gruppo madre, da gruppi familiari e da grandi società private, con investitori istituzionali proprietari di quote ridotte.

Per la restante parte di società, l'azionariato si mostra diverso, ricco di investitori istituzionali presenti già dalle prime posizione in termini di ampiezza di quota detenuta. La grande varietà di investitori istituzionali è sottolineata dalla Tabella 10 in cui ne sono stati inseriti ben 5, BlackRock, Capital Research Global Investors, Norges Bank Investment Management (NBIM), Oddo BHF Asset Management S.A.S<sup>63</sup> e The Vanguard Group, Inc.

Densità	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BlackRock	44,44 %	33,33 %	44,44 %	44,44 %	33,33 %	33,33 %	33,33 %	22,22 %	33,33	55,56 %
Capital Research Global Investors	11,11	44,44 %	11,11	11,11	11,11	11,11	22,22 %	33,33 %	33,33 %	44,44 %
Norges Bank Investment Management (NBIM)	66,67 %	55,56 %	55,56 %	77,78 %	66,67 %	55,56 %	66,67 %	55,56 %	77,78 %	66,67 %
Oddo BHF Asset Management S.A.S	22,22 %	33,33 %	33,33 %	33,33 %	44,44 %	33,33 %	33,33 %	33,33 %	33,33 %	11,11
The Vanguard Group, Inc.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	11,11	55,56 %	55,56 %	66,67 %	66,67 %	66,67 %

 $Tabella\ 10: Densit\`{a}\ settore\ chimico-farmaceutico$ 

Analizzando la Figura 11, NBIM risulta detenere il più alto numero di società in portafoglio, durante tutto il periodo di analisi, The Vanguard Group, Inc. presenta invece, come in tutti i settori

77

<sup>&</sup>lt;sup>63</sup> ODDO BHF Asset Management è un asset manager indipendente leader in Europa facente parte del Gruppo francotedesco ODDO BHF Financial. ODDO BHF AM comprende FRANKFURT-TRUST Investment GmbH e ODDO BHF AM GmbH in Germania e ODDO BHF AM SAS in Francia che insieme gestiscono un attivo totale pari a 61,5 miliardi di euro.

precedentemente analizzati, un andamento crescente della curva di densità, incrementando il fenomeno della proprietà comune a partire dal 2016 mentre BlackRock e Oddo BHF Asset Management S.A.S. mantengono un trend costante.

Si è deciso di inserire nell'analisi anche Capital Research Global Investors in quanto, pur detenendo per molti anni quote di soltanto un'impresa in portafoglio, in prossimità del 2012, 2017, 2018, 2019 presenta valori interessanti di densità e quindi una forte partecipazione comune a livello di settore.

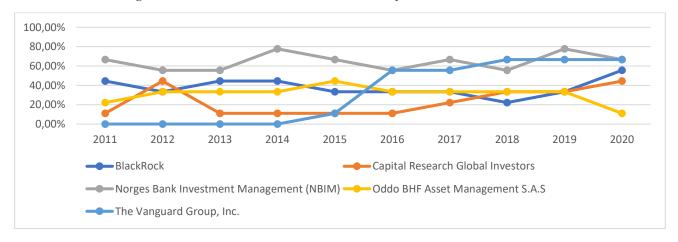


Figura 11: andamento della densità nel settore chimico-farmaceutico dal 2011 al 2019

Osservando poi la Figura 12 in merito alla densità pesata di TOAS risulta evidente che Oddo BHF Asset Management S.A.S detenga i valori più bassi, questo perché le quote da lui possedute raramente superano il 3%. NBIM ha un andamento costante, eccetto in prossimità dell'anno 2018 in cui il valore di densità pesata tocca il minimo di 0,17% a motivo di quote di società molto basse che oscillano tra 0,7% e 2.06%.

Per BlackRock e The Vanguard Group, Inc. le curve di densità pesata sono in linea con quelle di densità. Infine, per Capital Research Global Investors l'andamento della curva di densità pesata risulta inverso rispetto a quello di densità, ed in particolare nella curva in oggetto si presenta una decrescita laddove nella curva precedente era presente un incremento, questo sempre a ragione del ridotto valore delle quote detenute.

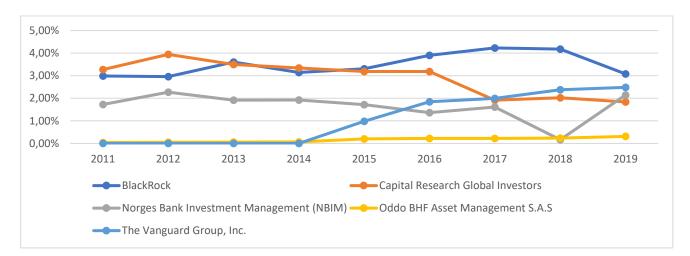


Figura 12: andamento della densità pesata di TOAS nel settore chimico-farmaceutico dal 2011 al 2019

## Considerazioni sul comportamento degli investitori istituzionali in ambito europeo

In base alle analisi condotte sui vari settori è possibile affermare che il fenomeno del Common Ownership è presente in ambito europeo e gli investitori istituzionali più attivi in questi termini sono Black Rock, Norges Bank Investment Management (NBIM) e The Vanguard Group, Inc.

Riguardo quest'ultimo, è importante precisare che è stato riscontrato, in tutti e quattro i settori analizzati, una ridotta attività negli anni dal 2011 al 2014, a cui segue una sempre crescente partecipazione all'azionariato delle società.

BlackRock e The Vanguard Group, Inc sono fondi di investimento americani che, insieme a State Street Global Advisor, costituiscono i così detti "Big Three" e detengono ciascuna più del 5% delle azioni di tutte le società comprese nell'indice S&P 500<sup>64</sup>. Già Azar, nei suoi studi sul settore del trasporto aereo e su quello bancario (2016,2018), aveva preso visione della loro attività sottolineandone il comportamento fortemente spinto verso il possesso di quote di società appartenenti allo stesso settore e quindi accrescendo il fenomeno del Common Ownership.

Per quanto riguarda l'Europa, le evidenze ottenuto dallo studio del comportamento dei due colossi americani trovano un ulteriore conferma in un'analisi svolta da Morningstar<sup>65</sup> che classifica i migliori dieci fondi operanti in Europa. BlackRock si posiziona come la più grande società di asset management sul territorio europeo mentre nel caso di The Vanguard Group, Inc., si segnala una

https://www.investiremag.it/investire/2019/09/02/news/fondi-europei-vanguard-supera-schroders-per-masse-gestite-blackrock-e-la-prima-6030/

<sup>&</sup>lt;sup>64</sup> Standard & Poor 500 è un indice della borsa statunitense realizzato da Standard & Poor's nel 1957. Segue l'andamento di un paniere azionario formato dalle 500 società statunitensi a maggiore capitalizzazione.

crescente attività in Europa, negli ultimi dieci anni, tanto che nel 2008 è stata aperta la prima sede europea a Londra, a cui sono seguite quelle di Francoforte e di Dublino.

Norges Bank Investment Management è invece l'unico grande investitore istituzionale europeo con caratteristiche simili a quelle degli investitori statunitensi in termini di dimensione delle partecipazioni.

È l'unità di asset management della Banca centrale norvegese (Norges Bank) ed è di proprietà del governo norvegese per conto del quale gestisce il fondo pensione. Il fondo è attualmente uno dei più grandi al mondo, detenendo quasi l'1,5% di tutte le azioni delle società quotate sul mercato globale e con partecipazioni in circa 9000 aziende in tutto il mondo<sup>66</sup>.

Risulta quindi evidente che i settori europei siano dominati da investitori istituzionali statunitensi, questo perché i fondi europei, sono più piccoli e frammentato rispetto alle loro controparti statunitensi, e spesso risultano essere filiali di banche e compagnie assicurative che tendono ad operare entro i confini nazionali.

I fondi pensione, inoltre, sono significativamente più grandi negli Stati Uniti rispetto a quelli europei, che continuano a dipendere dai regimi pensionistici finanziati dai governi. Infine, è riscontrabile che le famiglie europee abbiano maggiori probabilità di mantenere i propri risparmi depositi in banca, rispetto alle controparti statunitensi.

# 4.3) Analisi della concentrazione di mercato e della concentrazione dovuta al common ownership

Dopo aver analizzato quali sono e come si comportano i maggiori investitori istituzionali in ambito europeo ed aver quindi riscontrato la presenza del fenomeno della proprietà comune, in questa sezione risulta interessante misurarne l'entità ed individuare in quali settori, di quelli che si stanno analizzando, è maggiormente presente.

Sebbene non esista un indice univoco per misurare l'entità del common ownership, in letteratura si è spesso ricorsi all'utilizzo dell'Indice Herfindahl-Hirschman modificato, o MHHI, che permette di misurare il grado di concentrazione del settore tenendo conto della proprietà incrociata delle partecipazioni degli investitori in aziende concorrenti.

\_

<sup>66</sup> https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/

Come già visto nel terzo capitolo, l'MHHI è composto da due parti: l'HHI, che misura la concentrazione del mercato del prodotto, e il DELTA MHHI che misura la concentrazione aggiuntiva dovuta alla proprietà comune.

Infatti, il MHHIA cerca di misurare gli effetti sul processo decisionale strategico del management dati dall'influenza degli azionisti che detengono quote in società concorrenti.

Con l'aumentare della concentrazione di investitori con proprietà incrociata rispetto a tutti gli investitori di una società, si presume che il management abbia maggiori probabilità di attenuare la concorrenza con le altre società del settore che presentano nel loro azionariato i medesimi investitori, infatti, poiché queste aziende controllano maggiormente il mercato, si presume che la capacità dei manager di colludere tacitamente ed aumentare i profitti congiunti sia maggiore e di conseguenza, è ragionevole presupporre che all'aumentare di DELTA MHHI, si dovrebbero osservare comportamenti meno competitivi.

Si è quindi proceduto al calcolo del MHHI per ciascuno dei quattro settori nel periodo dal 2011 al 2019.

I dati utilizzati per il calcolo dell'indice sono stati estrapolati dal database Thomson Reuters, in particolare con i valori relativi alle vendite sono state calcolate le quote di mercato di ogni società all'interno del relativo settore e si sono inoltre utilizzati i dati riguardanti le quote di partecipazione detenute dagli investitori istituzionali ricavati dalla sezione del database relativa all'azionariato delle società.

Per il calcolo del HHI<sup>67</sup> si sono sommati i quadrati della quota di mercato moltiplicate per 100 di ogni società presente nel settore ottenendo così valori che possono variare fino ad un valore massimo di 10000 che rappresenta la massima concentrazione di mercato.

Il calcolo del MHHIA è risultato più complesso: per ogni coppia di società, si è ricavato il prodotto delle quote di mercato detenute da ogni investitore comune, rapportato al grado di proprietà di tutti gli investitori di una di una delle due imprese, (ripetendo poi il calcolo anche per l'altra), il tutto moltiplicato per il prodotto delle quote di mercato delle due società.

Dopo aver svolto il calcolo per ogni coppia di società, si sono sommati i risultati ottenendo il ΜΗΗΙΔ.

$$HHI = \sum_{i=0}^{n} (q_i 100)^2,$$

81

Tramite la somma dei due termini si è ricavato così il MHHI<sup>68</sup>. È bene ricordare che per quest'ultimo non è applicabile il limite massimo di 10000 come nel caso di HHI.

Si precisa che, come indicato nel terzo capitolo, per analizzare la concentrazione di mercato si sono seguite le direttive dettate dal Dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti, secondo il quale con un HHI inferiore a 1.500, il settore ha una bassa concentrazione di mercato, con un HHI compreso tra 1.500 e 2.500, la concentrazione di mercato è moderata, mentre se i valori HHI sono superiori a 2.500, il settore è altamente concentrato.

Di seguito sono riportate le tabelle che sono state costruite con i valori di concentrazione suddivisi in HHI, MHHIΔ, e MHHI, per tutti gli anni del campione.

Si sono inoltre inseriti i valori dell'EBIT<sup>69</sup> Margin<sup>70</sup>, che fornisce informazioni sulla reddittività aziendale e sul potere di mercato, permettendo inoltre di attuare confronti tra settori diversi.

Come verrà evidenziato nei paragrafi seguenti, i valori della concentrazione di mercato e quelli del margine EBIT hanno un andamento simile, per cui mercati molto concentrati avranno un EBIT Margin elevato, e si ritiene che l'HHI metta in luce la relazione tra il grado di concentrazione a livello di settore ed il potere di mercato medio.

Nella Tabella 11 sono riportati i dati relativi al settore automotive.

Dall'analisi dell'HHI, il settore risulta avere una concentrazione di mercato moderata, così come il calcolo dell'EBIT Margin fa emergere valori bassi tramite i quali è possibile affermare che, quello dell'automotive è un settore con moderata concentrazione di mercato e basso potere di mercato.

La colonna di MHHI\(Delta\) dimostra invece che la concentrazione dovuta alla proprietà comune è da considerarsi rilevante, in quanto presenta valori alti, sempre superiore ai 100 punti.

82

 $<sup>\</sup>frac{1}{68}MHHI = HHI + \sum_{j} \sum_{k \neq j} \left( \frac{\sum_{i} \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_{i} \gamma_{ij} \beta_{ij}} \right) s_{k} s_{j}$ 

<sup>&</sup>lt;sup>69</sup> Earnings Before Interest and Taxes. <sup>70</sup> EBIT Margin =  $\frac{EBIT}{Ricavi\ Totali}$ 

Tabella 11: MHHI ed EBIT Margin del settore automotive dal 2011 al 2019

automotive	HHI	DELTA MHHI	MHHI	Ebit
				Margin
2011	2.040,71	189,78	2.230,49	7,80%
2012	2.192,39	213,42	2.405,81	6,92%
2013	2.206,43	104,87	2.311,30	7,45%
2014	2.216,26	138,91	2.355,17	7,51%
2015	2.137,02	194,52	2.331,54	5,13%
2016	2.099,61	203,77	2.303,38	6,86%
2017	2.061,73	196,32	2.258,05	7,87%
2018	2.047,70	221,6	2.269,30	7,06%
2019	2.069,24	137,59	2.206,83	5,86%

Per quanto riguarda l'analisi dell'MHHI del settore bancario (Tabella 11), i risultati ottenuti mostrano una forte concentrazione di mercato, con valori di HHI estremamente alti, ed un forte potere di mercato, con alti valori del margine EBIT, in particolare i valori evidenziano un andamento crescente e si piò ritenere che dal 2011 al 2019 ci sia stato un notevole aumento del potere di mercato medio a livello del settore.

I valori di MHHIΔ sono invece molto bassi ad indicare che la concentrazione derivante dalla proprietà comune è da considerarsi marginale ed anche se è possibile riscontrare un aumento dei valori di MHHIΔ a partire dal 2016, questi risultano non rilevanti e non sufficientemente alti per ipotizzare che il fenomeno del Common Ownership possa avere qualche effetto sul processo decisionale e gestionale delle società.

Tabella 12: MHHI ed EBIT Margin del settore bancario dal 2011 al 2019

Banche	HHI	DELTA MHHI	MHHI	Ebit
				Margin
2011	7.467,47	0,79	7.468,26	37,61%
2012	7.758,74	1,14	7.759,87	35,38%
2013	7.784,26	0,24	7.784,50	39,89%
2014	7.510,78	13,70	7.524,48	44,33%
2015	7.434,28	1,48	7.435,76	43,98%
2016	7.140,20	21,03	7.161,23	48,22%
2017	6.981,35	29,51	7.010,86	53,96%
2018	6.923,23	14,84	6.938,07	50,02%
2019	7.188,96	23,59	7.212,55	55,07%

Il settore assicurativo (Tabella 13) risulta avere una debole concentrazione di mercato, con valori di HHI che non arrivano mai a toccare i 2000 punti.

Inoltre, dai valori dell'EBIT Margin si può ritenere che all'interno del settore ci sia un basso potere di mercato.

Per quanto riguarda la concentrazione derivante dal Common Ownership, i valori suggeriscono considerevoli effetti del fenomeno ed in particolare l'andamento di MHHIΔ è crescente nel tempo raggiungendo il valore massimo nel 2017.

È però presente un valore molto più basso rispetto agli altri valori di MHHI\(Delta\) che sono stati ricavati in concomitanza dell'anno 2013.

Tabella 13: MHHI ed EBIT Margin del settore assicurativo dal 2011 al 2019

assicurazioni	HHI	DELTA MHHI	MHHI	Ebit
				Margin
2011	1.855,00	190,12	2.045,12	5,44%
2012	1.882,94	207,10	2.090,04	6,29%
2013	1.935,55	93,84	2.029,39	8,03%
2014	1.840,36	140,17	1.980,53	7,55%
2015	1.872,53	329,84	2.202,37	7,58%
2016	1.959,57	406,81	2.366,38	7,35%
2017	1.975,35	429,00	2.404,35	6,85%
2018	1.887,32	378,80	2.266,12	9,37%
2019	1.843,78	335,22	2.179,00	6,96%

Il settore chimico farmaceutico (Tabella 14), dal punto di vista della concentrazione di mercato risulta forse essere quello più incessante. I valori di HHI risultano avere un andamento decrescente riducendosi di quasi 2000 punti dal 2011 al 2019, pur mantenendosi sempre superiori al 2500 ed indicando quindi un settore fortemente concentrato.

Per quanto riguarda il MHHIΔ, i valori sono elevati, in particolare sono i più alti individuati tra i quattro settori, e seguono un andamento opposto rispetto all'HHI. Il settore ha quindi un elevata concentrazione di proprietà comune con valori che fanno presagire ingenti effetti di questo fenomeno.

Tabella 14: MHHI ed EBIT Margin del settore chimico-farmaceutico dal 2011 al 2019

chimico-	HHI	DELTA MHHI	MHHI	Ebit
farmaceutico				Margin
2011	5.697,92	276,78	5.974,70	24,67%
2012	5.375,77	291,60	5.667,37	22,95%
2013	5.086,37	454,65	5.541,02	25,86%
2014	5.000,86	401,81	5.402,67	24,23%
2015	4.583,14	257,24	4.840,38	24,97%
2016	4.242,51	440,15	4.682,66	24,53%
2017	3.852,57	462,43	4.315,00	24,60%
2018	3.836,32	414,32	4.250,64	23,89%
2019	3.708,16	410,05	4.118,21	23,31%

Per un più facile confronto tra i quattro settori, nelle Figure 13 e 14 sono riportati i grafici costituiti dai valori di MHHI e del solo MHHIΔ.

Figura 13: andamento dei valori di MHHI per i settori automotive, bancario, assicurativo, chimico-farmaceutico dal 2011 al 2019

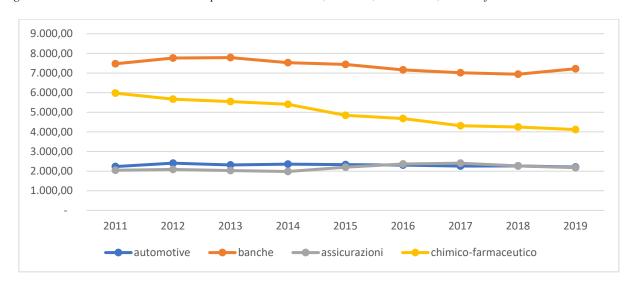
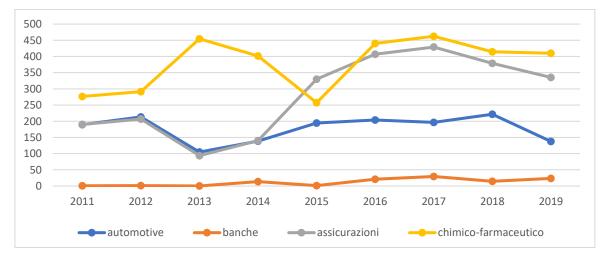


Figura 14: andamento dei valori di MHHI∆ per i settori automotive, bancario, assicurativo, chimico-farmaceutico dal 2011 al 2019



Dalla Figura 13 emerge che il settore più concentrato sia il settore bancario che, insieme al settore chimico-farmaceutico, presenta valori sempre superiore alla soglia di 2500. Secondo quanto detto, si può inoltre ritenere che, a livello di settore, ci sia un alto potere di mercato medio.

Per quanto riguarda il settore automotive e quello delle assicurazioni, le curve presentano andamenti simili e sono quasi sovrapposte, individuando una concentrazione di mercato moderata e un ridotto potere di mercato.

La Figura 14 presenta le quattro curve costituite dai valori di MHHIΔ, che, come detto, misurano la concentrazione dovuta alla proprietà comune.

Per descrivere il comportamento delle curve è bene ricordare che il MHHIΔ è la misura che viene maggiormente utilizzata nei vari studi empirici, i quali hanno dimostrato una relazione causale tra proprietà comune (MHHIΔ più alti) e il presunto comportamento anticoncorrenziale tra le società coinvolte nel fenomeno. In primo luogo, è evidente che il settore bancario abbia valori di concentrazione della proprietà comune che non possono essere considerati significativi così che risulta difficile ipotizzare che il settore bancario subisca alcun tipo di effetto legato al fenomeno oggetto di studio.

I settori automotive ed assicurativo, come per il MHHI, presentano un andamento quasi sovrapposto delle curve, fino al 2014 a partire del quale si riscontra un incremento della concentrazione del Common wnership per quanto riguarda le assicurazioni. Questo significativo incremento trova riscontro analizzando il comportamento degli investitori istituzionali nell'azionariato delle società del settore, infatti risulta coincidere con il grande incremento dell'indicatore di densità di The Vanguard Group, Inc.

La curva che si posiziona più in alto tra le quattro analizzate è quella del settore chimicofarmaceutico, dove si evidenzia però un andamento della concentrazione MHHI∆ non costante e con un valore massimo toccato nel 2017 e un minimo nel 2015. All'interno del settore si può quindi ritenere che ci sia un'incidenza significativa degli effetti dovuti al Common Ownership.

## 4.4) Analisi empirica degli effetti del Common Ownership sugli indici di performance

Alla luce di quanto emerso nei paragrafi precedenti, si è ritenuto interessante studiare l'impatto del Common Ownership su alcuni indicatori di performance a livello aziendale.

Per raggiungere questo obiettivo è stata condotta un'analisi statistica tramite una stima con effetti fissi ed effetti temporali utilizzando il software Stata<sup>71</sup>.

La stima con effetti fissi, ossia effetti che non variano nel tempo, permette di evitare la distorsione da variabile omessa, mentre la stima con effetti temporali tiene conto che le variabili potrebbero mutare nel tempo ed influenzare il risultato degli indicatori.

Si sono quindi costruiti due panel<sup>72</sup>, il primo contenente i dati longitudinali relativi alle imprese del settore automotive e chimico-farmaceutico, mentre il secondo, relativo all'industria finanziaria, contenente i dati di banche e assicurazioni.

I panel sono risultati essere bilanciati per cui per tutte le società e per tutti i periodi temporali non sono presenti osservazioni mancanti.

L'utilizzo di dati panel per effettuare le analisi ha permesso di lavorare con un numero maggiore di informazioni, rispetto a collezioni di dati più semplici, avendo così a disposizione una maggiore variabilità in modo da ridurre la collinearità<sup>73</sup> tra i regressiori.

Nello svolgere l'analisi statistica si è posta particolare attenzione alla così detta "trappola delle variabili dummy<sup>74</sup>", che nei casi in esame andava a generare un problema di collinearità perfetta in almeno uno degli anni considerati che non presentava quindi alcuna informazione aggiuntiva.

Se si fossero considerati quindi tutti e 9 gli anni, cioè i periodi di tempo dal 2011 al 2019, si sarebbe riscontrata la collinearità perfetta cadendo quindi nella trappola, così si è optato per l'omissione di uno degli anni costituenti l'orizzonte temporale complessivo creando soltanto 8 variabili temporali invece che 9.

<sup>&</sup>lt;sup>71</sup> Stata è un pacchetto software statistico utilizzato per la gestione dei dati, l'analisi statistica, la grafica, le simulazioni, la regressione e la programmazione personalizzata. Nel gennaio 1985 StataCorp rilasciata la versione Stata 1.0 e nel 2019 è stata raggiunta la versione Stata16.

<sup>&</sup>lt;sup>72</sup> Un Panel è un insieme di osservazioni relativi a più entità, ognuna delle quali è osservata in più periodi temporali. I dati all'interno di un panel sono definiti dati panel o dati longitudinali.

<sup>&</sup>lt;sup>73</sup> La collinearità può essere perfetta, quando un regressore è funzione lineare esatta di un altro, oppure imperfetta, quando due o più regressiori sono fortemente correlati.

<sup>&</sup>lt;sup>74</sup> Le variabili dummy o binarie sono variabili che ammettono soltanto valore pari a 1, nel caso in cui venga soddisfatta una determinata condizione, o a 0, nel caso contrario.

Si è quindi eseguita la regressione utilizzando il comando *xtreg* con l'aggiunta del comando *fe* che denota l'utilizzo di una regressione con effetti fissi.

In ultimo si è ricorso all'operazione *vce* (*clustered* ...) che indica l'uso di errori standard per dati raggruppati, ossia *clustered*.

L'inserimento di quest'ultima operazione è dovuta ad un problema legato all'errore standard OLS nel caso di dati panel, infatti sotto le assunzioni dei minimi quadrati per dati panel, lo stimatore  $OLS^{75}$  con effetti fissi risulta non distorto, consistente e con distribuzione asintotica normale, ma gli errori standard OLS potrebbero risultare sbagliati perché assumono che il residuo  $u_{it}$  non sia seriamente correlato, sottostimando l'incertezza del campionamento reale.

I risultati statistici ottenuti sono stati analizzati considerando accettabili livelli di p-value<sup>76</sup> fino allo 0.1, pertanto, le variabili a cui è associato un valore di p-value inferiore al 10% saranno considerate statisticamente significative.

Si è altresì posta l'attenzione sui valori del coefficiente<sup>77</sup>, osservandone il segno, per poter definire se la relazione tra variabile dipendente ed indipendente sia positiva o negativa.

Il modello di regressione si presenta quindi come segue:

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

Dove:

i=1, ..., n: numero di entità oggetto di studio, ossia il numero di società appartenenti al panel.

t=1, ..., T: numero di anni (2011, ...,2019),

Y: variabile dipendente (nel caso in esame sarà rappresentata dall'indice di performance scelto),

X: variabile indipendente (nel caso in esame sarà una misura del fenomeno di Common Ownership),

S: variabile esogena relativa agli effetti misurati tramite le dummy temporali,

C: variabili di controllo inserite nella regressione,

\_

<sup>&</sup>lt;sup>75</sup> Stimatore dei minimi quadrati ordinari.

<sup>&</sup>lt;sup>76</sup> "La probabilità di rigettare erroneamente l'ipotesi nulla quando l'ipotesi nulla è vera" (Fonte: Introduzione all'econometria, J.H. Stock e M.W. Watson, 2012). Talvolta viene definito "livello di significatività marginale".

<sup>&</sup>lt;sup>77</sup> Il coefficiente di regressione definisce la variazione nella variabile dipendente, oggetto di analisi, al variare di un'unità della variabile indipendente, tenendo costanti le altre variabili indipendenti.

u: errore residuo<sup>78</sup>.

Come variabile indipendente è stato utilizzato l'indicatore DELTAMHHI, che, come detto, risulta una misura affidabile del fenomeno del Common Ownership.

Questo indice è stato utilizzato come variabile indipendente anche nelle analisi con dati panel condotte sia da Azar, Schmalz e Tecu in "The Airlines Paper" (2017) che da Koch, Panayides e Thomas nello studio dal titolo "Common Ownership and Competition in Product Markets" (2020).

In merito all'utilizzo degli indicatori di concentrazione è pero necessario fare una precisazione: alcuni autori<sup>79</sup> si sono dimostrati critici nei confronti dell'utilizzo di variabili indipendenti quali l'MHHI che risulta essere funzione sia delle quote di mercato delle aziende sia dei diritti di controllo detenuti dagli investitori istituzionali nelle aziende che operano in un determinato settore, ritenendo quindi che l'effetto casuale della proprietà comune sugli indicatori di performance potrebbe risultare impreciso in ragione dalla componente endogena della quota di mercato.

Anche alla luce di una letteratura in materia di Common Ownership ancora in una fase inziale di sviluppo, ad oggi non è stato proposto alcun indicatore di misura della proprietà comune in grado di ovviare a questo problema di endogeneità delle quote di mercato.

Si ritiene quindi che l'indicatore DELTAMHHI, ossia la concentrazione di mercato dovuta alla sola proprietà comune, sia una misura accettabile del grado di Common Ownership nei settori ma per maggiore completezza si è scelto di svolgere due ulteriori regressioni:

- la prima considerando come variabile indipendente, oltre al DELTAMHHI, anche la restante componente dell'MMHI, ossia l'HHI relativo alla concentrazione di mercato all'interno dei settori,
  - la seconda considerando come unica variabile indipendente l'MHHI complessivo.

Per condurre le regressioni è stata inoltre definita anche una variabile indipendente aggiuntiva, denominata quota\_inv\_ist, che rappresenta la somma delle quote detenuti dagli investitori istituzionali comuni in una data società.

Infine, sono state individuate alcune variabili di controllo che potrebbero essere correlate alla variabile dipendente:

- lnAsset: il logaritmo naturale dell'attivo che misura la dimensione della società.

<sup>79</sup> Dennis, Gerardi e Schenone (2019); Kennedy, O'Brien, Song e Waehrer (2017) ed altri.

<sup>&</sup>lt;sup>78</sup> È costituito da fattori omessi, diversi dalla variabile X, che influenzano la variabile Y.

- Leverage: il rapporto tra passività ed attività che misura la leva finanziaria della società.
- LargeShareholder50: una variabile dummy con un valore pari a 1 nel caso in cui la società presenti una quota di controllo pari o superiore al 50%.

#### 4.4.1) Regressioni condotte sul settore automotive e chimico-farmaceutico

Il panel costituito da imprese afferenti al settore automotive e chimico-farmaceutico contiene n=19 entità e t=9 anni producendo così 171 osservazioni.

Le informazioni relative a numero di osservazioni, media, deviazione standard, valore minimo e massimo, per ognuna delle variabili considerate sono riportate in Tabella 15.

Variabili Obs Mean Std. Dev. Max Min Attivo 171 6.00e+07 1.00e+08 474706 4.88e+08 171 4.17e+07 7.49e+07112663 3.66e+08 Passivo Patrimonio Netto 171 1.83e+07 2.72e+07 306906 1.22e+08 Utile 171 3844714 -1370000 2.17e+07 2406978 5.50e+07 171 433763 2.53e+08 Ricavi 3.61e+07 171 -.0287774 ROA .0629499 .0383453 .2095297 -.0795697 ROE 171 .1526903 .0774166 .4323382 ROS 171 .0867654 -.0190771 .3711497 .1310245 IIF 171 .4229363 .1514051 .8289434 .1697452 171 25.251 AssetTurnover .8552636 .4714196 .2612667 .1710566 171 .5770637 .1697452 .8485949 Leverage LargeShareholder50 171 .4269006 .4960803 0 2.040.714 HHI 171 3.293.355 1.330.315 5.697.918 **DELTAMHHI** 171 2.730.355 1.168.281 104.87 462.43 MHHI 171 3566.39 1.415.361 2.206.827 5.974.698 171 1.307.045 2.000.597 lnAsset 1.642.975 188.844 171 .1517959 .0513 .0875156 .2586 Ebitmargin 171 quota inv ist .0402091 .0326896 0 .130545

Tabella 15: summary variabili panel automotive e chimico-farmaceutico

Come variabili dipendenti sono stati considerati i seguenti indicatori:

- ROA, return on assets (utile/attività): una misura della redditività degli asset detenuti da una società.
- ROE, return on equity (utile/patrimonio netto): una misura della redditiva del capitale proprio detenuto da una società.

- Asset Turnover (vendite/attività): una misura dell'efficienza di una società nell'utilizzo di risorse proprie per generare fatturato.
- IIF, indice di indipendenza finanziaria (patrimonio netto/attività): anche detto grado di autonomia finanziaria, è una misura della capacità di una società di limitare il ricorso all'indebitamento.
- ROS, return on sales (EBIT/vendite): una misura della capacità che hanno le vendite fatte da una società di generare reddito.
- Margine Ebitda (EBITDA/fatturato totale): una misura della redditività di una società in termini di processi operativi.

Di seguito sono riportati i risultati delle regressioni statisticamente significative, in particolare relativi alle variabili ROE, AssetTurnover, ROS e ROA.

Per quanto riguarda invece le variabili dipendenti IIF ed EbitdaMargin, le relazioni non sono risultate statisticamente significative.

#### ROE

Nella regressione condotta utilizzando il ROE come variabile dipendente è stata riscontrata una relazione significativa con p-value inferiore al 5%.

Il coefficiente è risultato superiore allo zero indicando un impatto positivo del Common Ownership sulla redditività del capitale proprio delle imprese che costituiscono il panel.

È stata condotta una seconda regressione inserendo come variabile indipendente anche quota\_inv\_ist, la cui relazione con il ROE non è risultata statisticamente significativa, ma si è mantenuta invece statisticamente significativa la relazione tra DELTAMHHI e ROE, con un p-value minore del 5%, ed anche per quanto riguarda il coefficiente di correlazione tra le due variabili, si è riconfermato l'impatto positivo (Tabella 16).

Sono poi state condotte altre due regressioni (colonna 3 e 4), paragonabili a quelle precedentemente descritte, a cui è stato aggiunto l'HHI come variabile indipendente.

I risultati ottenuti si dimostrano molto diversi da quelli descritti sopra, in particolare è risultato che l'unica relazione statisticamente significativa sia quella tra ROE e HHI con un coefficiente negativo.

Infine, le colonne 5 e 6 descrivono i risultati ottenuti tramite la regressione con MHHI come variabile indipendente, ed è possibile individuare una correlazione statisticamente significativa, con

un livello di significatività inferiore al 5%, tra MHHI e ROE, il cui coefficiente risulta nuovamente essere negativo.

Si può quindi affermare che, pur verificandosi un impatto positivo della presenza del Common Ownership sull'indice di performance ROE, l'impatto della concentrazione del settore sul suddetto indice sarà invece negativo.

Tabella 16: risultati delle regressioni con Y=ROE

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABILI	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE
DELTAMHHI	0.000165**	0.000166**	6.83e-05	5.87e-05		
	(6.63e-05)	(6.90e-05)	(6.93e-05)	(7.11e-05)		
HHI			-3.58e-05*	-3.71e-05*		
			(1.91e-05)	(1.93e-05)		
MHHI					-4.05e-5**	-4.19e-5**
					(1.88e-05)	(1.89e-05)
quota_inv_ist		-0.0159		0.113		0.168
		(0.326)		(0.291)		(0.282)
lnAsset	0.0307	0.0306	0.0371	0.0381	0.0357	0.0374
	(0.0444)	(0.0448)	(0.0481)	(0.0484)	(0.0478)	(0.0483)
Leverage	0.225	0.225	0.158	0.155	0.159	0.155
	(0.152)	(0.152)	(0.165)	(0.167)	(0.165)	(0.168)
LargeShareholder50	-0.0488**	-0.0492*	-0.0588**	-0.0565**	-0.0549**	-0.0519**
	(0.0224)	(0.0246)	(0.0221)	(0.0240)	(0.0212)	(0.0227)
Constant	-0.466	-0.463	-0.368	-0.380	-0.306	-0.331
	(0.704)	(0.714)	(0.794)	(0.804)	(0.785)	(0.801)
Osservazioni	171	171	171	171	171	171
Numero di società	19	19	19	19	19	19
R-squared	0.157	0.157	0.196	0.198	0.187	0.190
Effetti Fissi	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Effetti Temporali	Si	Si	Si	Si	Si	Si

Robust standard errors tra parentesi

#### ASSET TURNOVER

In primo luogo, conducendo la regressione con la variabile dipendente Asset Turnover (Tabella 17), la relazione è risultata statisticamente significativa con un livello di significatività inferiore a 0,1. Tramite l'osservazione del coefficiente poi si è riscontrato un impatto positivo del Common Ownership sull'indice Asset Turnover.

I risultatati mostrati nella seconda colonna, dimostrano invece che, aggiungendo alla regressione la variabile relativa alle quote di partecipazioni detenute dagli investitori comuni, la significatività è cresciuta portando il p-value da 0,076 a 0,064.

<sup>\*\*\*</sup> p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Per quanto riguarda il coefficiente di correlazione, in questo caso si può indicare un maggior impatto del Common Ownership sull'efficienza nell'impiego degli asset per la creazione di ricavi. Le restanti regressioni mostrate in tabella, ossia quelle condotte con l'aggiunta di HHI e quelle condotte con il solo indice MHHI, non sono risultate in nessun caso statisticamente significative.

Tabella 17: risultati delle regressioni con Y=AssetTurnover

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABILI	AssetTurnover	AssetTurnover	AssetTurnover	AssetTurnover	AssetTurnover	AssetTurnover
						_
DELTAMHHI	0.000256*	0.000333*	0.000117	0.000230		
	(0.000136)	(0.000169)	(0.000172)	(0.000198)		
ННІ			-5.13e-05	-3.56e-05		
			(6.26e-05)	(5.90e-05)		
MHHI					-5.89e-05	-4.90e-05
					(6.01e-05)	(5.65e-05)
quota_inv_ist		-1.451		-1.327		-1.175
		(0.898)		(0.855)		(0.833)
lnAsset	-0.122	-0.133	-0.113	-0.125	-0.115	-0.127
	(0.160)	(0.152)	(0.167)	(0.156)	(0.166)	(0.156)
Leverage	0.666	0.670	0.571	0.603	0.572	0.601
	(0.402)	(0.393)	(0.415)	(0.423)	(0.414)	(0.420)
LargeShareholder50	-0.159*	-0.194*	-0.174*	-0.201*	-0.167*	-0.188*
	(0.0837)	(0.100)	(0.0828)	(0.0988)	(0.0805)	(0.0941)
Constant	2.541	2.744	2.681	2.824	2.782	2.961
	(2.579)	(2.444)	(2.913)	(2.701)	(2.850)	(2.664)
	171	171	171	171	171	171
Osservazioni	171	171	171	171	171	171
Numero di società	19	19	19	19	19	19
R-squared	0.266	0.300	0.279	0.306	0.275	0.297
Effetti Fissi	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Effetti Temporali	Si	Si	Si	Si	Si	Si

Robust standard errors tra parentesi

#### ROS

Conducendo le regressioni con il ROS come variabile dipendente, i risultati prodotti non hanno messo in luce alcuna relazione statisticamente significativa né con la variabile DELTAMHHI né con la variabile HHI né con MHHI come unica variabile dipendente.

In entrambi i casi mostrati in Tabella 18 è risultata però statisticamente significativa la relazione tra la quota degli investitori istituzionale ed il valore della redditività delle vendite. In particolare, dal risultato ottenuto si può ritenere che le quote di partecipazioni all'azionariato delle società, da parte degli investitori istituzionali, aumenti all'aumentare dei valori di ROS ossia di una maggiore capacità della società di accrescere i suoi margini di profitto. Si può ritenere quindi gli

<sup>\*\*\*</sup> p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

investitori istituzionali tenderanno a voler detenere quote più ingenti in imprese con maggior potere di mercato all'interno del settore.

Il risultato ottenuto è a tutti gli effetti in linea con l'ipotesi del Common Ownership secondo la quale una maggiore proprietà comune tra investitori istituzionali sarà associata a una maggiore redditività aziendale.

Tabella 18: risultati delle regressioni con Y=ROS

	(1)	(1)
VARIABILI	ROS	ROS
DELTAMHHI	-9.94e-05	
	(7.69e-05)	
HHI	-2.90e-05	
	(2.44e-05)	
MHHI		-2.55e-05
		(2.28e-5)
quota_inv_ist	0.327**	0.286*
	(0.147)	(0.138)
lnAsset	0.0637	0.0642
	(0.0512)	(0.0509)
Leverage	-0.0848	-0.0844
	(0.0996)	(0.0995)
LargeShareholder50	0.00270	-0.000644
	(0.0106)	(0.0109)
Constant	-0.732	-0.768
	(0.729)	(0.732)
Osservazioni	171	171
Numero di società	19	19
R-squared	0.188	0.180
Effetti Fissi	Si	Si
Effetti Temporali	Si	Si

Robust standard errors tra parentesi \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

#### ROA

Per quanto riguarda l'utilizzo del ROA come variabile indipendente, sono state condotte sei regressioni, in linea con quanto fatto nei casi precedenti.

I risultati ottenuti (Tabella 19) mostrano che soltanto utilizzando MHHI come variabile indipendente è possibile individuare una relazione statisticamente significativa con p-value inferiore al 10%.

In particolare, si evince che all'aumentare della concentrazione iniziale del settore si verifica una diminuzione del valore dell'indice ROA.

Tabella 19: risultati delle regressioni con Y=ROA

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABILI	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
DELTAMHHI	4.87e-05	4.87e-05	1.38e-05	9.81e-06		
	(2.87e-05)	(2.95e-05)	(2.84e-05)	(2.85e-05)		
HHI			-1.29e-05	-1.35e-05		
			(7.81e-06)	(7.86e-06)		
MHHI					-1.41e-05*	-1.46e-05*
					(7.76e-06)	(7.79e-06)
quota_inv_ist		0.000529		0.0472		0.0606
		(0.100)		(0.0846)		(0.0835)
lnAsset	-0.0107	-0.0107	-0.00840	-0.00797	-0.00875	-0.00814
	(0.0120)	(0.0121)	(0.0119)	(0.0121)	(0.0120)	(0.0121)
Leverage	-0.0522	-0.0522	-0.0762	-0.0773	-0.0760	-0.0775
	(0.0572)	(0.0574)	(0.0633)	(0.0640)	(0.0633)	(0.0641)
LargeShareholder50	-0.0229**	-0.0228**	-0.0265***	-0.0255**	-0.0255***	-0.0244***
	(0.00933)	(0.00963)	(0.00849)	(0.00889)	(0.00812)	(0.00846)
Constant	0.269	0.269	0.304*	0.299*	0.320*	0.311*
	(0.186)	(0.188)	(0.159)	(0.164)	(0.160)	(0.165)
Osservazioni	171	171	171	171	171	171
		-,-			-,-	-,-
Numero di società	19	19	19	19	19	19
R-squared	0.120	0.120	0.168	0.170	0.162	0.166
Effetti Fissi	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Effetti Temporali	Si	Si	Si	Si	Si	Si

Robust standard errors tra parentesi

In conclusione, risulta interessante portare alla luce una relazione ricorrente nei casi analizzati. Infatti, conducendo la regressione con gli indicatori di performance ROE, AssetTurnover e ROA come variabili dipendenti, si evidenzia una relazione statisticamente significativa tra ROE, AssetTurnover e ROA e la variabile dummy LargeShareholder50, il cui coefficiente mostra l'impatto negativo sugli indici di performance della presenza nell'azionariato della società di una quota di controllo superiore al 50%.

#### 4.4.2) Regressioni condotte sul settore bancario ed assicurativo

Il secondo panel è stato costruito con i dati longitudinali di banche ed assicurazioni in quanto entrambi gli enti svolgono operazioni finanziarie ed afferiscono quindi alla categoria della gestione delle finanze.

Come è stato riportato nel capitolo 3, il settore bancario era stato oggetto di studio già nel 2016 da Azar, Raina e Schmalz che avevano evidenziato effetti anti-competitivi prodotti dal Common Ownership su un campione di banche statunitensi.

<sup>\*\*\*</sup> p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Per quanto riguarda i dati panel, si hanno a disposizione n=20 e t=9 per un totale di 180 osservazioni. In Tabella 21 sono riportate le variabili oggetto di studio con le relative statistiche in termini di numero di osservazioni, media, deviazione standard e valore minimo e massimo.

Tabella 21: summary variabili panel istituti finanziari

Variabili	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Attivo	180	3.24e+08	2.91e+08	4.04e+07	1.01e+09
Passivo	180	3.02e+08	2.71e+08	3.81e+07	9.37e+08
Patrimonio Netto	180	2.21e+07	2.10e+07	1036952	7.40e+07
Ricavi	180	4.22e+07	4.02e+07	5708000	1.34e+08
Utile	180	1762498	2034286	-749717	7914000
ROA	180	.0054057	.0046125	018564	.0163523
ROE	180	.0685299	.0873908	5465239	.1667587
IIF	180	.0728585	.0229817	.0250009	.1405401
AssetTurnover	180	.0671591	.0748196	0	.2877391
Leverage	180	.9271415	.0229817	.8594599	.9749991
Family50	180	.25	.4342205	0	1
HHI	180	4.624.537	2.745.696	1.840.364	7.784.257
DELTAMHHI	180	1.454.008	1.573.911	.239	429
МННІ	180	4.769.938	2.613.404	1.980.534	7.784.496
lnAsset	180	1.913.337	1.009.788	1.751.398	2.073.439
EbitMargin	180	.2632667	.1968752	.0544	.5507
quota_inv_ist	180	.0375155	.0368576	0	.136272

Come variabili dipendenti sono stati considerati i seguenti indicatori:

- ROA, return on assets (utile/attività): una misura della redditività degli asset detenuti da una società.
- ROE, return on equity (utile/patrimonio netto): una misura della redditiva del capitale proprio detenuto da una società.
- Margine EBIT (EBIT/ricavi totali): una misura della capacità di una società di generare profitto attraverso le operazioni finanziarie che ne costituiscono il core business.

I dati visibili in Tabella 22 e Tabella 23 rappresentano le regressioni condotte con ROE e ROA come variabili dipendente.

Non sono emersi purtroppo risultati statisticamente significativi né mantenendo come variabile indipendente il solo DELTAMHHI, né con l'aggiunta di HHI, e neppure conducendo la regressione con MHHI come unica variabile indipendente.

Sono però risultate statisticamente significative le relazioni tra ROE e ROA le variabili di controllo lnAsset e Leverage.

In particolare, la variabile lnAsset, che rappresenta la dimensione della società risulta essere correlata positivamente agli indicatori ROE e ROA, identificando un impatto positivo delle dimensioni della società sugli indici di performance, mentre per quanto riguarda la variabile Leverage, si evidenzia un coefficiente negativo nella relazione con ROE e ROA, ossia all'aumentare della leva finanziaria della società si riducono i valori dei suddetti indicatori di performance.

Per quanto riguarda invece la variabile dipendente Margine Ebit, le regressioni mostrate in Tabella 24 hanno individuato relazioni statisticamente significative, con un livello di significatività inferiore all'1%, tra le variabili indipendenti DELTAMHHI, DELTAMHHI e HHI, e MHHI ed il Margine Ebit, quando le regressioni sono condotte inserendo anche la variabile indipendente aggiuntiva quota\_inv\_ist. In particolare, nei casi sopracitati, il coefficiente appare negativo ad indicare che, sia la concentrazione a livello di settore, che la concentrazione dovuta alla sola proprietà comune aumentano al diminuire del valore del Margine Ebit.

Tabella 22: risultati regressioni con Y=ROE

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABILI	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE
DELTAMHHI	-0	1.13e-05	-0	8.15e-06		
	(4.76e-05)	(5.22e-05)	(0.000149)	(0.000147)		
ННІ			0	1.27e-06		
			(6.53e-05)	(6.63e-05)		
MHHI					0	2.96e-06
					(1.75e-5)	(1.92e-5)
quota_inv_ist		-0.241		-0.241		-0.241
		(0.325)		(0.328)		(0.330)
lnAsset	0.291***	0.284***	0.291***	0.284***	0.291***	0.284***
	(0.0578)	(0.0554)	(0.0580)	(0.0556)	(0.0578)	(0.0554)
Leverage	-4.523***	-4.490***	-4.523***	-4.490***	-4.523***	-4.490***
	(1.300)	(1.277)	(1.304)	(1.281)	(1.300)	(1.277)
Constant	-1.281***	-1.168***	-1.281***	-1.173**	-1.281***	-1.181***
	(0.335)	(0.377)	(0.444)	(0.452)	(0.345)	(0.378)
Osservazioni	180	180	180	180	180	180
Numero di	100	100	100	100	100	100
società	20	20	20	20	20	20
R-squared	0.536	0.538	0.536	0.538	0.536	0.538
Effetti Fissi	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Effetti Temporali	Si	Si	Si	Si	Si	Si

Robust standard errors tra parentesi

<sup>\*\*\*</sup> p<0.01, \*\* p<0.05, p<0.1

Tabella 23: risultati regressioni con Y=ROA

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABILI	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
DELTAMHHI	-0	1.48e-08	-0	1.07e-08		
	(2.59e-06)	(2.92e-06)	(1.05e-05)	(1.05e-05)		
HHI			0	1.66e-09		
			(3.85e-06)	(3.87e-06)		
MHHI					0	3.87e-09
					(7.37e-07)	(8.36e-07)
quota_inv_ist		-0.000315		-0.000315		-0.000314
		(0.0127)		(0.0128)		(0.0128)
lnAsset	0.0133***	0.0133***	0.0133***	0.0133***	0.0133***	0.0133***
	(0.00203)	(0.00203)	(0.00204)	(0.00204)	(0.00203)	(0.00203)
Leverage	-0.232***	-0.231***	-0.232***	-0.231***	-0.232***	-0.231***
_	(0.0345)	(0.0344)	(0.0346)	(0.0345)	(0.0345)	(0.0344)
Constant	-0.0333*	-0.0332*	-0.0333	-0.0332	-0.0333*	-0.0332*
	(0.0168)	(0.0177)	(0.0239)	(0.0237)	(0.0172)	(0.0173)
	100	100	100	100	100	100
Osservazioni Numero di	180	180	180	180	180	180
società	20	20	20	20	20	20
	0.599	0.599	0.599	0.599	0.599	0.599
R-squared	0.399 Si	0.399 Si				0.399 Si
Effetti Fissi			Si S:	Si	Si	
Effetti Temporali	Si	Si	Si	Si	Si	Si

Robust standard errors tra parentesi

<sup>\*\*\*</sup> p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Tabella 24: risultati regressioni con Y= EbitMargin

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABILI	EbitMargin	EbitMargin	EbitMargin	EbitMargin	EbitMargin	EbitMargin
VIIIIIIIIIII	Lottiviaigiii	Loitiviaigiii	Lottiviaigiii	Dominargin	Loitiviaigiii	Lottiviaigiii
		_				
DELTAMHHI	-0.000413	0.000413***	2.38e-05	2.33e-05***		
		(5.37e-06)		(2.44e-06)		
HHI			-0.000174	-0.000174***	ŀ	
				(3.35e-07)		
MHHI					-0.000125	-0.000125***
						(7.74e-07)
quota_inv_ist		-0.00103		0.0165		0.0240
		(0.113)		(0.0701)		(0.0734)
lnAsset	0	-3.15e-05	0	0.000505	0	0.000736
	(0.0184)	(0.0180)	(0.0124)	(0.0121)	(0.0130)	(0.0128)
Leverage	-0	0.000139	-0	-0.00223	-0	-0.00324
	(0.252)	(0.252)	(0.193)	(0.193)	(0.187)	(0.186)
Constant	0.255	0.255	1.022***	1.015***	0.810***	0.800***
	(0.341)	(0.337)	(0.266)	(0.266)	(0.272)	(0.273)
Osservazioni	180	180	180	180	180	180
Numero di						
società	20	20	20	20	20	20
R-squared	0.782	0.782	0.860	0.860	0.853	0.853
Effetti Fissi	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Effetti Temporali	Si	Si	Si	Si	Si	Si

Robust standard errors tra parentesi

p<0.1

Al termine dell'analisi sugli enti di gestione finanziaria risulta interessante portare avanti alcune riflessioni.

In primo luogo, i risultati delle regressioni che non hanno prodotto alcun risultato statisticamente significativo, ossia quelle dove sono stati utilizzati gli indicatori ROE e ROA come variabili dipendenti, si dimostrano in linea con quanto affermato da Jacob Gramlich e Serafin Grundl nel paper "The Effect of Common Ownership on Profits: Evidence From the U.S. Banking Industry" (2018). Infatti, l'analisi condotta dai sopracitati autori relativamente agli effetti del Common Ownership sui profitti dell'industria bancaria statunitense ha prodotto risultati non significativi.

Per avvalorare ulteriormente questa argomentazione si citano i risultati ottenuti da E. Marzi nella sua tesi di laurea "Il fenomeno della Common Ownership nel contesto economico italiano: analisi empirica su imprese e banche". All'interno del suddetto lavoro è stata condotta un'analisi con dati panel su un campione di banche italiane ed anche in questo caso, i risultati delle regressioni aventi come variabile dipendente sia il ROE che il ROA hanno evidenziato che non ci sia alcuna relazione significativa tra gli indicatori di performance e la presenza di Common Ownership.

<sup>\*\*\*</sup> p<0.01, \*\* p<0.05, \*

In secondo luogo, l'effetto negativo del Common Ownership e della concentrazione iniziale del settore sui valori del Margine Ebit, che risulta in controtendenza con quanto riportato nell'elaborato, potrebbe derivare dall'attitudine degli investitori istituzionali a partecipare all'azionariato di società con ridotte performance e capacità di generare profitto al fine di poter far crescere il titolo nel lungo periodo.

# CONCLUSIONI

Il presente elaborato si è posto l'obiettivo di studiare ed analizzare il fenomeno del Common Ownership, termine con il quale si intende la proprietà simultanea di azioni di società appartenenti allo stesso settore da parte di investitori istituzionali, ossia fondi di investimento, fondi pensione, compagnie assicurative e banche che investono sistematicamente un patrimonio per conto di soggetti terzi.

Per identificare al meglio il contesto entro cui si sviluppa il fenomeno del Common Ownership, sono state innanzitutto fornite alcune nozioni relative all'ampio tema della Corporate Governance e della tutela degli azionisti.

In particolare, è stata descritta accuratamente la figura dell'investitore istituzionale analizzandone il comportamento.

Successivamente l'analisi si è concentrata sulla descrizione del fenomeno del Common Ownership riportando numerosi lavori che mirano a collegarlo a potenziali comportamenti collusivi ed anti-competitivi ed altri volti a confutare questa tesi.

All'interno del lavoro si è cercato di rimanere il più neutrali possibile sforzandosi di dare una visione complessiva di tutte le teorie sviluppate in materia.

È necessario sottolineare che la letteratura sul tema risulta essere ancora in una fase precoce del suo sviluppo, infatti i primi lavori risalgono a non più di vent'anni fa, ed all'interno dell'elaborato sono stati riportati i numerosi dibattiti che ad oggi non hanno ancora trovato una soluzione condivisa all'unanimità dagli studiosi.

In particolare, si è posta l'attenzione sul tema della misurazione della presenza di Common Ownership tramite gli indicatori di concentrazione del settore, che alcuni autori ritengono imprecisi in ragione dell'endogeneità della quota di mercato. In merito a questo tema la letteratura non ha sviluppato un parere univocamente condiviso ma si ritiene che nei prossimi anni sarà interessante investigare la possibilità di definire un indicatore della presenza di proprietà comune che non presenti questo genere di criticità.

A valle di quanto descritto, è stata condotta un'analisi teorica ed empirica del fenomeno nel contesto economico europeo, concentrandosi su quattro diversi settori, automotive, bancario, assicurativo e chimico farmaceutico, per ognuno dei quali sono stati raccolti i dati relativi al bilancio societario ed all'azionariato in modo da consentire un'analisi approfondita del fenomeno.

La decisione di non concentrare l'analisi a livello della singola nazione è stata presa in ragione di un comportamento ricorrente da parte dei grandi investitori istituzionali che nelle scelte di partecipazione all'azionariato, sono soliti a perseguire logiche sovranazionali e tenendo conto soltanto del contesto nazionale si sarebbe potuta avere una visione solo parziale e limitata del fenomeno.

In primo luogo, tramite il ricorso ad alcuni indicatori quali "densità degli investimenti" e "densità pesata di Total Asset" sono stati identificati i maggiori investitori istituzionali operanti in Europa, i quali sono risultati essere BlackRock, Norges Bank Investment Management (NBIM) e The Vanguard Group, Inc.

E' poi stato studiato l'andamento della concentrazione di mercato nei quattro settori tramite l'indice MHHI=HHI+MHHIΔ, di cui il termine MHHIΔ rappresenta la concentrazione di mercato dovuta alla sola proprietà comune, riscontrando che il settore con una maggiore incidenza degli effetti dovuti al common ownership è il chimico-farmaceutico, seguito dai settori automotive e assicurativo, che presentano un simile andamento della concentrazione, e per finire il settore bancario per cui l'indice di concentrazione dovuto al Common Ownership risulta essere marginale.

L'ultima parte dell'analisi si è concentrato sullo studio dell'impatto del fenomeno della proprietà comune sulle performance delle imprese in particolare si è verificato se esista una relazione statisticamente significativa tra la presenza del Common Ownership ed alcune misure di performance a livello settoriale.

A tale proposito è stata effettuata una verifica econometrica con modelli di stima ad effetti fissi ed effetti temporali, conducendo alcune regressioni su due panel, il primo costituito da imprese del settore automotive e chimico-farmaceutiche mentre il secondo da istituti afferenti all'industria finanziaria, ossia banche ed assicurazioni.

I risultati ottenuti sul primo panel di imprese hanno evidenziato un impatto positivo della sola concentrazione dovuta alla proprietà comune sugli indicatori di performance ROE ed Asset Turnover, per cui all'aumentare della proprietà comune è risultato aumentare il valore di tali indicatori. Una volta inserita però la concentrazione inziale del settore i risultati hanno subito una mutazione e si è riscontrato un decremento dei valori degli indici all'aumentare della concentrazione.

Sempre all'interno di questo panel si è ottenuta un'evidenza interessante e significativa in merito all'analisi condotta con l'indice ROS. In particolare, si evince che le quote di partecipazioni all'azionariato delle società, da parte degli investitori istituzionali, aumentano all'aumentare dei valori di ROS ossia all'aumentare della capacità della società di accrescere i suoi margini di profitto.

È quindi possibile affermare che gli investitori istituzionali tendano a voler detenere quote più ingenti in imprese con maggior potere di mercato all'interno del settore.

Per quanto riguarda invece il panel relativo all'industria finanziaria, i risultati delle regressioni condotte con gli indicatori ROE e ROA come variabili dipendenti purtroppo non hanno prodotto alcun risultato statisticamente significativo mentre è stato riscontrato un effetto negativo del Common Ownership e della concentrazione iniziale del settore sui valori del Margine Ebit.

In conclusione, questo lavoro propone alcune evidenze sul fenomeno del Common Ownership all'interno del contesto economico europeo, ma considerando la continua crescita della presenza di investitori istituzionali comuni tra le società con sedi in questi Stati si ritiene plausibile che nel futuro verranno condotti ulteriori studi in materia.

Questo consentirà di ampliare il dibattito in merito alla presenza della proprietà comune nel Vecchio Continente ed arricchire la letteratura già esistente in analogia alla vastità ed alla ricchezza degli studi condotti in ambito statunitense.

# **BIBLIOGRAFIA**

#### Capitolo 1:

Bebchuk, L. A., e Fried, J. M, 2005, Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage, Journal of Corporation Law.

Berle, A., e Means, G.C., 1932, The Modern Corporation and Private Property.

Brunello, G., Graziano, C., e Parigi, B. M., 2003, CEO Turnover in Insider Dominated Board: the Italian Case, Journal of Banking & Finance.

Burkhart, M., 1995, *Initial Shareholdings and Overbidding in Takeover Contests*, The Journal of Finance.

Comitato per la Corporate Governance, 2011, Codice di Autodisciplina.

Chung, K. H., e Zhang, H., 2009, *Corporate Governance and Institutional Ownership*, Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Enriques, L., e Volpin, P., 2007, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, Journal of Economic Perspectives.

Fama, E. F., 1980, Agency Problem and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy.

Fama E. F. e Jensen M. C., 1983, Separation of Ownership and Control, Journal of Law and Economics.

Fiertiler, G., 2012, Paga dei manager, Il Mondo.

Goergen, M., Renneboog, L., e Zhang, C., 2008, Do UK institutional shareholders monitor their investee firms?

Grassini, F., 2013, L'orizzonte breve. Rischi di morte per il nostro capitalismo?

Grossman S. J., e Hart O. D., 1980, *Takeover bids, the Free-rider Problem and the Theory of the Corporations*, Bell Journal of Economics.

Grossman, S. J, e Hart, O. D., 1987, *One Share/One Vote and the Market for Corporate Control*, Journal of Financial Economics.

Hart, O. D., 1983, The Market Mechanism as an Incentive Scheme, Bell Journal of Economics.

Jensen, M. C. e Meckling, W., 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics.

Jensen, M. C. e Ruback, R. S., 1983, *The Market for Corporate Control: The scientific Evidence*, Journal of Financial Economics.

Jensen, M. C., 1986, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review.

Jensen, M. C. e Murphy, K. J., 1990, *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy.

Jensen, M. C., 1993, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, Journal of Finance.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., e Vishny, R., 1997, *Legal Determinants of External Finance*, Journal of Finance.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., e Vishny, R., 1998, *Law and Finance*, Journal of Political Economy.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., e Shleifer, A.,1999, *Corporate Governance Around the World*, Journal of Finance.

Manne, H. G., 1965, Mergers and the Market for Corporate Control, Journal of Political Economy.

Marris, R., 1964, The Economic Theory of "Managerial" Capitalism.

Modigliani, F. e Miller, M. H., 1958, *The costs of capital, corporation finance, and the theory of investment*, American Economic Review.

Modigliani, F. e Miller, M. H., 1963, Corporate income taxes and cost of capital: A correction, American Economic Review.

Modigliani, F. e Miller, M. H., 1966. Some estimates of cost of capital to the electric utility industry, American Economic Review.

Nicodano, G., 2008, Dove porta l'attivismo degli Hedge Funds, Lavoce.info.

Rajan, G., e Zingales, L., 2003, *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th century*, Journal of Financial Economics.

Santella, P., Drago, C., Paone, G., 2006, How Independent are Italian Independent Directors? The case of Italy.

Shleifer, A. e Vishny, R., W., 1986, *Large Shareholders and Corporate Control*, Journal of Political Economy.

Shleifer, A. e Vishny, R. W. 1997, A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance.

Smith, A., 1776, The Wealth of Nations.

Spaventa, L., 2005, Minoranze in consiglio, lavoce.info.

Stulz, R., 1988, Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control, Journal of Financial Economics.

Weisbach, M., S., 1988, Outside directors and CEO turnover, Journal of financial economics.

Zingales, L., 1998, Corporate Governance, The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law.

## Capitolo 2:

Aganin, A., e Volpin, P., 2005, *The History of Corporate Ownership in Italy*, ECGI – Finance Working

Paper.

Almeida, H. V., e Wolfenzon, D., 2007, A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups, Journal of Finance.

Barucci, E., 2006, Mercato dei capitali e corporate governance in Italia.

Bertrand, M., e Mehta, P., 2002, Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups, Quarterly Journal of Economics.

Bianco, M., e Pagnoni, E., 1997, Interlocking directorates across listed companies in Italy: The case of banks.

Claessens, S., Djankov, S., e Lang, H. P., 2000, *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, Journal of financial economics.

Dooley, P., 1969, *The Interlocking Directorate*, American Economic Review.

Drago, C., Millo, F., Ricciuti, R. e Santella, P., 2011, Corporate Governance Reforms, Interlocking Directorship Networks and Company Value in Italy (1998-2007).

Ferri, G., e Trento, S. ,1997, *La dirigenza delle grandi banche e delle grandi imprese: ricambio e legami*, Storia del capitalismo italiano da dopoguerra ad oggi.

Franks, J., 2001, The Ownership and Control of German Corporations, Review of Financial Studies.

Gambini, A., Sarno, E., e Zazzaro, A., 2012, Composizione e struttura di rete tra le società quotate in Italia.

Grassini, F., 2013, L'orizzonte breve. Rischi di morte per il nostro capitalismo?

Henrekson, M., e Jakobsson, U., 2003, *The Swedish Model of Corporate Ownership and Control in Transition*.

Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2000, *Tunneling*.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., e Shleifer, A.,1999, *Corporate Governance Around the World, Journal of Finance*.

Mizruchi, M. S., 1996, What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates, Annual Review of Sociology.

Riyanto, Y. R., e Toolsema, L. A., 2004, *Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership*.

Rinaldi, A., e Vasta, M., 2005, *The structure of Italian capitalism, 1952–1972: New evidence using the interlocking directorates technique*, Financial History Review.

Rinaldi, A., e Vasta, M., 2008, *The Italian Corporate Network, 1952-1983: New Evidence Using the Interlocking Directorates Technique.* 

Sarale, M., e Rivaro, R., 2018, Percorsi di Diritto Commerciale.

Vella, F., 2007, All'ombra delle piramidi, Lavoce.info.

#### Capitolo 3:

Anton, M., Ederer, F., Ginè, M. e Schmalz, M., 2018, Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives, ecig Finance Working Paper.

Azar, J., Raina, S. e Schmalz, M., 2016, *Ultimate ownership and bank competition*, SSRN Electronic Journal.

Azar, J., Schmalz, M. C. e Tecu, I., 2017, Why Common Ownership create Antitrust risks, The Journal of Finance.

Azar, J., Schmalz, M. C. e Tecu, I., 2017, *Anticompetitive Effects of Common Ownership*, The Journal of Finance.

Backus, M., Conlon C., e Sinkinson M., 2017, Common Ownership and Competition in the Ready-To-Eat Cereal Industry.

Backus, M., Conlon C., e Sinkinson M., 2019, The Common Ownership Hypothesis: Theory and Evidence.

Backus, M., Conlon C., e Sinkinson M., 2019, Theory and Measurement of Common Ownership.

Baker S., R., Bloom, N., e Davis, S., J., 2016, *Measuring Economic Policy Uncertainty*, The Quarterly Journal of Economics.

BlackRock, 2017, Index investing and Common Ownership Theories.

BlackRock, 2019, Common Ownership data is incorrect.

Boone, A., e White, J., 2015, *The effect of institutional ownership on firm transparency and information production*, Journal of Financial Economics.

Bresnahan, T., F., e Salop S., 1986, *Quantifying the competitive effects of production joint ventures*, International Journal of Industrial Organization.

Capobianco, A., 2017, Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition, OECD.

Committee of Capital Market Regulation, 2017, Common Ownership and Antitrust concern.

Dennis, P., Gerardi, K. E., e Schenone, C., 2019, Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry, Federal Reserve Bank of Atlanta.

De Loecker, J., e Eeckhout, J., 2017, *The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications*.

Di Robilant, A., 2012, Common Ownership and Equality of Autonomy, Law Journal / Revue de droit de McGill.

Edmans, A., Levit, D. e Reilly, D., 2014, *Governance and Comovement Under Common Ownership*, C.E.P.R. Discussion Papers.

Elhauge, E., 2016, Horizontal Shareholding, Harvard Law Review.

Frazzani, S., Noti, K., Schinkel, M., P., Seldeslachts, J., Banal Estanol, A., Boot, N., e Angelici, C.,2020, *Barriers to Competition through Joint Ownership by Institutional Investors*. ECON committee.

Gilo, D., e Spiegel, Y., 2003, *Partial cross ownership and tacit collusion*, The RAND Journal of Economics.

Gutiérrez, G., e Philippon, T., 2016, Investment-less Growth: An Empirical Investigation.

Gramlich, J., e Grundl, S., 2018, *The Effect of Common Ownership on Profits: Evidence from the U.S. Banking Industry,* Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.

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

Hill, J. G., 2020, *The Conundrum of Common Ownership*, European Corporate Governance Institute (ECGI).

Kennedy, P., O'Brien, D., Song, M., e Waehrer, K., 2017, The competitive effects of common ownership: Economic foundations and empirical evidence.

Kocht, A., Panayides, M. e Thomas, S., 2018, Common Ownership and Competition in Product Markets, Journal of Financial Economics.

Kostovetsky, L., e Manconi, A., 2018, Common institutional ownership and diffusion of innovation.

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

Liang, L., 2016, Common Ownership and Executive Compensation.

McCahery, J., A., 2018, *Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors*, The Journal of Finance.

O'Brien, D., e Salop, S., 2000, Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control, Antitrust Law Journal.

O' Brien, D. e Waehrer, K., 2017, *The competitive effects of Common Ownership: we know less then we think*, Antitrust Law Journal.

Posner, E., Scott Morton, F., e Weyl, G., 2017, A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors, Antitrust Law Journal.

Rotemberg, J. J., 1984, Financial Transaction Costs and Industrial Performance, Working paper (Sloan School of Management).

Rock, E., B., e Rubinfeld, D., L., 2017, Antitrust for Institutional Investors, SSRN Electronic Journal.

Rubinstein, A., e Yaari, M., E., 1983, *Repeated insurance contracts and moral hazard*, Journal of Economic Theory.

Schmalz, M. C., 2018, Common Ownership, Concentration and Corporate Conduct, CESifo Working Paper.

Vaibhav, A., e Ramasubramanian, S., V., 2015, Generalized Herfindahl-Hirschman Index to Estimate Diversity Score of a Portfolio across Multiple Correlated Sectors, Dvara Research Working Paper Series.

## Capitolo 4:

Dennehy, S., Assistant Director of Economics, 2017, Common Ownership of Institutional Investors and Its Impact on Competition, UK CMA.

Fichtner, J., Heemskerk, E., M., e Garcia-Bernardo J., 2017, *Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*, Cambridge University Press.

Gramlich, J., e Grundl, S., 2018, *The Effect of Common Ownership on Profits: Evidence from the U.S. Banking Industry*, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.

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

Marzi, E., 2020, Il fenomeno della Common Ownership nel contesto economico italiano: analisi empirica su imprese e banche, Politecnico di Torino

Rosati, N., Bomprezzi, P., Ferraresi, M., Frigo, A., e Nardo, M., 2020, *Common Shareholding in Europe*, JRC Technical Report, European Commission.

Schmalz, M. C., 2021, Recent studies on common ownership, firm behavior, and market outcomes.

Stock, J. H., e Watson, M. W., 2012, Introduzione all'Econometria, Pearson Italia.