



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Corso di Laurea: Ingegneria Gestionale

A.a. 2025/2026

Sessione di Laurea Marzo 2026

L'impatto dei meccanismi di connessione tra imprese

Common Ownership, Interlocking Directorates ed evidenze dal
settore farmaceutico statunitense

Relatrice:

Laura Rondi

Candidata:

Chiara Ciabatti

Abstract

Negli ultimi decenni, la crescente diffusione degli investitori istituzionali ha modificato radicalmente la struttura proprietaria delle imprese quotate, favorendo l'emergere della common ownership, situazione in cui gli stessi investitori detengono partecipazioni significative in più imprese, incluse quelle operanti nello stesso settore industriale. Parallelamente, la letteratura economica ha analizzato gli interlocking directorates, ossia la presenza simultanea degli stessi individui nei consigli di amministrazione di più imprese. Sebbene i due fenomeni siano distinti, questi condividono importanti similarità e possono essere interpretati come meccanismi di connessione tra imprese, potenzialmente influenti per il funzionamento dei mercati.

La presente tesi revisiona la letteratura economica sui meccanismi di connessione tra imprese con l'obiettivo di esaminare le implicazioni della common ownership e degli interlocking directorates sulla concorrenza, sulla corporate governance e sulle decisioni strategiche delle imprese. Attraverso una rassegna dei principali contributi teorici ed empirici, l'elaborato evidenzia come tali fenomeni possano incidere sui comportamenti di mercato, sui sistemi di incentivazione manageriale, sull'efficacia dei consigli di amministrazione e sulle scelte di investimento e innovazione.

Nella parte finale, tali effetti vengono indagati all'interno del settore farmaceutico statunitense, caratterizzato da elevate barriere all'ingresso, forte regolamentazione, intensa attività di ricerca e sviluppo e ampie protezioni brevettuali. L'evidenza settoriale mostra come la common ownership e gli interlocking directorates possano influenzare le dinamiche di ingresso dei farmaci generici e il grado di concorrenza nei mercati farmaceutici, sollevando interrogativi rilevanti per le politiche antitrust e per il benessere dei consumatori.

Abstract, versione in inglese

Over the past decades, the growing prevalence of institutional investors has profoundly reshaped the ownership structure of publicly listed firms, fostering the emergence of common ownership, a situation in which the same investors hold significant stakes in

multiple companies, including firms operating within the same industrial sector. In parallel, the economic literature has examined interlocking directorates, defined as the simultaneous presence of the same individuals on the boards of directors of multiple firms. Although these two phenomena are distinct, they share important similarities and can be interpreted as mechanisms of inter-firm connections that may be relevant for the functioning of markets.

This thesis reviews the economic literature on inter-firm connection mechanisms, with the aim of examining the implications of common ownership and interlocking directorates for competition, corporate governance, and firms' strategic decisions. Through a review of the main theoretical and empirical contributions, the study highlights how these phenomena can affect market behavior, managerial incentive schemes, the effectiveness of boards of directors, and firms' investment and innovation decisions.

In the final section, these effects are investigated within the context of the U.S. pharmaceutical industry, which is characterized by high entry barriers, strong regulation, intensive research and development activity, and extensive patent protections. The sectoral evidence shows how common ownership and interlocking directorates can influence the entry dynamics of generic drugs and the degree of competition in pharmaceutical markets, raising relevant concerns for antitrust policy and consumer welfare.

Indice

Introduzione.....	1
Capitolo 1	3
Strutture di influenze tra imprese: Common Ownership e Interlocking Directorates	3
1.1. L'evoluzione della struttura proprietaria e la nascita della Common Ownership	3
1.2. Interlocking Directorates: definizione e contesto	6
1.3. Punti di contatto tra i meccanismi di connessione aziendale	9
Capitolo 2	12
Le conseguenze dei meccanismi di connessione aziendale.....	12
2.1. Competizione e comportamenti di mercato	12
2.2. Corporate Governance e comportamento manageriale	18
2.3. Busy Boards	21
2.4. Innovazione, investimenti e imitazione.....	26
Capitolo 3	31
Il caso delle US Airlines e il dibattito sugli effetti anticoncorrenziali della Common Ownership.31	
3.1. La concentrazione proprietaria nel settore aereo statunitense.....	31
3.2. L'effetto anticoncorrenziale della Common Ownership	33
4.1. Le critiche metodologiche e gli sviluppi teorici.....	35
Capitolo 4	39
Reti proprietarie e interconnessioni tra amministratori nel settore farmaceutico negli USA	39
4.1. Struttura e caratteristiche del settore farmaceutico.....	39
4.1.1. Peculiarità del mercato statunitense	41
4.1.2. Hatch-Waxman Act e controversie	43
4.2. Common Ownership e Interlocking Directorates nel settore farmaceutico negli USA	47
Conclusioni.....	58
Bibliografia.....	60

Introduzione

Negli ultimi decenni, i mercati finanziari e la struttura proprietaria delle imprese quotate hanno subito trasformazioni profonde, legate in particolare alla crescente rilevanza degli investitori istituzionali e all'evoluzione dei sistemi di corporate governance. Questi cambiamenti hanno favorito l'emergere di nuove forme di connessione tra imprese, parallele ai tradizionali strumenti di coordinamento come le fusioni, le acquisizioni e gli accordi espliciti. Tra queste, common ownership e interlocking directorates hanno attirato crescente attenzione sia nella letteratura economica moderna sia nel dibattito antitrust, in quanto potenzialmente capaci di influenzare il comportamento competitivo delle imprese anche in assenza di collusione formale.

La common ownership si manifesta quando gli stessi investitori detengono partecipazioni significative in più imprese, comprese quelle operanti all'interno del medesimo settore industriale. In tale contesto, gli incentivi degli azionisti possono deviare dalla massimizzazione del valore della singola impresa verso la massimizzazione del rendimento del proprio portafoglio azionario, con possibili implicazioni sull'intensità della concorrenza. Parallelamente, gli interlocking directorates, ovvero la partecipazione simultanea degli stessi individui nei consigli di amministrazione di più società, possono incidere sui processi decisionali e sulla diffusione di informazioni, allineando le strategie di lungo periodo delle imprese coinvolte.

La rilevanza di questi fenomeni risiede nel fatto che sia la common ownership che gli interlocking directorates possono alterare il funzionamento dei mercati, mettendo in discussione uno dei presupposti fondamentali dell'economia tradizionale, secondo cui il perseguimento dell'interesse personale degli agenti economici conduce alla massimizzazione del benessere sociale.

Alla luce di queste considerazioni, il presente elaborato si propone di analizzare l'impatto della common ownership e degli interlocking directorates sul mercato e sull'impresa, attraverso una rassegna della letteratura economica disponibile. Nel primo capitolo sono presentati i due fenomeni, distinti ma caratterizzati da molteplici

punti di contatto. Il secondo capitolo indaga le implicazioni dei meccanismi di connessione tra imprese, analizzandone gli effetti sulla concorrenza nei mercati dei prodotti, sui sistemi di incentivazione manageriale, sull'efficienza degli amministratori interconnessi e sulle decisioni di investimento e innovazione.

Nel terzo capitolo viene presentato uno dei casi empirici più discussi nel dibattito sulla common ownership, ossia il caso delle compagnie aeree statunitensi. In questo contesto, l'elaborato ricostruisce un dibattito letterario sull'effetto della crescente sovrapposizione proprietaria sulla concorrenza nel mercato del trasporto aereo, che può manifestarsi attraverso un incremento delle tariffe.

Nella parte finale dell'elaborato, l'analisi viene applicata al settore farmaceutico statunitense, contesto particolarmente rilevante in virtù della presenza di elevate barriere all'ingresso, forte regolamentazione, intensa attività di ricerca e sviluppo e prolungate protezioni brevettuali. Attraverso l'evidenza settoriale, l'elaborato mostra come la common ownership e gli interlocking directorates possano incidere sulle dinamiche di ingresso dei farmaci generici e sul grado di concorrenza nei mercati farmaceutici, sollevando interrogativi rilevanti per le politiche antitrust e per il benessere dei consumatori.

Capitolo 1

Strutture di influenze tra imprese: Common Ownership e Interlocking Directorates

In presente capitolo è stato redatto con lo scopo di introdurre i due meccanismi di connessione aziendale che saranno oggetto di questo elaborato: la common ownership e gli interlocking directorates. Entrambi i fenomeni costituiscono forme di collegamento tra imprese formalmente indipendenti e, nonostante siano distinti, presentano molteplici similarità che verranno evidenziate nel terzo paragrafo.

1.1. L'evoluzione della struttura proprietaria e la nascita della Common Ownership

Negli ultimi decenni la struttura proprietaria delle imprese quotate è cambiata radicalmente: questo fenomeno è prevalentemente dovuto alla crescente rilevanza degli investitori istituzionali nei mercati finanziari. Queste organizzazioni gestiscono le risorse finanziarie di investitori più piccoli con il beneficio di accedere a classi di attività che altrimenti non sarebbero disponibili per il singolo investitore. Inoltre, potendo sfruttare le economie di scala nella diversificazione dei portafogli, consentono al singolo investitore la diversificazione degli investimenti a basso costo. Gli investitori istituzionali spesso possiedono partecipazioni significative in molteplici società, comprese quelle appartenenti allo stesso settore industriale. Ad oggi, fondi comuni di investimento, fondi pensione, compagnie assicurative, grandi asset manager e altre tipologie di investitori istituzionali, possiedono oltre il 65% del capitale azionario delle società statunitensi, configurandosi come attori centrali nei sistemi moderni di corporate governance.

Tale diffusione degli investitori istituzionali ha modificato radicalmente il rapporto tra proprietà e controllo. Come sostengono Johnson, Schanatterly, Johnson e Chiu a

differenza di quanto accadeva in passato, oggi il top management di un'azienda è pienamente consapevole dell'identità dei principali azionisti e interagisce regolarmente con questi, spesso allineando la propria visione strategica alle loro aspettative. Inoltre, essendo gli investitori istituzionali un insieme eterogeneo di soggetti, questi si differenziano non solo per forma giuridica, ma anche per capacità di influenzare il management, incentivi al monitoraggio e vincoli regolamentali a cui sono soggetti, in base al contesto finanziario nel quale operano. Queste differenze sono particolarmente rilevanti in presenza di portafogli di investimento ampi e diversificati. Nel particolare, queste organizzazioni risultano particolarmente influenti nei confronti del management in sistemi finanziari market-based e con proprietà azionaria molto dispersa, peculiarità del sistema americano (Johnson, Schanatterly, Johnson e Chiu, 2010).

Solitamente gli investitori istituzionali adottano strategie di investimento fortemente diversificate: questo approccio diffuso ha portato a un incremento della sovrapposizione proprietaria tra imprese, incluse quelle operanti nello stesso settore industriale. Queste organizzazioni sono solite detenere partecipazioni in un elevato numero di imprese, spesso concorrenti tra loro nel mercato dei prodotti. Giganti come BlackRock e Vanguard hanno acquistato partecipazioni diffuse in un numero sempre crescente di società soprattutto appartenenti al settore tecnologico, bancario, aereo e sanitario, arrivando talvolta a detenere partecipazioni significative nella maggioranza dei principali competitors di uno stesso settore. Secondo i dati di Capital IQ, con oltre 6.000 miliardi di dollari in gestione, BlackRock non soltanto uno dei maggiori investitori in una ampia e crescente quota di società statunitensi ma è anche il principale azionista di un terzo delle società incluse nel FTSE 100 (Financial Times Stock Exchange), ossia le cento maggiori imprese quotate alla Borsa di Londra, nonché di un terzo delle società incluse nel DAX-30 (Deutscher Aktienindex), che comprende le trenta maggiori società quotate alla Borsa di Francoforte. Vanguard, con oltre 5.000 miliardi di dollari in gestione, presenta una struttura proprietaria analoga e un grado di diversificazione comparabile.

Questa concentrazione della proprietà in poche mani ha modificato radicalmente l'architettura del capitalismo moderno, dando la possibilità agli investitori di coordinare le azioni di società che altrimenti sarebbero state concorrenti.

Lo scenario presentato mette in discussione uno dei presupposti fondamentali dell'economia tradizionale, secondo cui il perseguimento dell'interesse personale degli azionisti conduce alla massimizzazione del benessere sociale. Secondo la teoria della mano invisibile di Adam Smith, ciascuna impresa opera all'interno di un settore industriale con lo scopo di massimizzare il proprio profitto e accrescere la propria quota di mercato. L'assunto alla base è che gli azionisti di una determinata impresa non abbiano interesse per le altre aziende del settore, ignorando gli effetti delle proprie decisioni strategiche sui competitors. Al contrario, quando lo stesso azionista possiede partecipazioni in più imprese concorrenti, il suo intento diventa la massimizzazione del proprio rendimento azionario, prestando maggior attenzione alle conseguenze di ciascuna decisione strategica sulle altre imprese. In tal caso l'azionista, che può esercitare influenza in più società dello stesso settore, spingerà per una competizione meno aggressiva con il rischio di generare effetti anticoncorrenziali (Azar, Schmalz e Tecu, 2018).

In questo contesto nasce il fenomeno della common ownership, definito come la circostanza in cui gli stessi investitori detengono partecipazioni significative in più imprese, comprese quelle operanti all'interno del medesimo contesto industriale. Gran parte della letteratura evidenzia la pericolosità del fenomeno, sostenendo che la common ownership possa modificare gli incentivi tradizionali degli azionisti, invitando l'attenzione dell'antitrust. Questo effetto si manifesta soprattutto quando le imprese del portafoglio sono all'interno dello stesso settore industriale o comunque collegate verticalmente o orizzontalmente. In presenza di sovrapposizione proprietaria, le imprese potrebbero avere meno incentivi a competere ma piuttosto a coordinarsi, causando effetti negativi sul mercato dei prodotti, anche in assenza di forme di collusione esplicita. In questo scenario il fenomeno della common ownership non emerge semplicemente come una maggior concentrazione della proprietà, bensì può persino condurre alla modifica della funzione obiettivo dell'impresa: invece di supportare la massimizzazione del valore della singola impresa, gli azionisti comuni potrebbero essere interessati alla massimizzazione di tutte le partecipate in modo congiunto, tenendo in considerazione anche gli effetti che le strategie di un'impresa producono sulle altre partecipate, in proporzione alla quota detenuta.

Distinguiamo due tipologie di investitori istituzionali: quelli attivi e quelli passivi. Gli investitori passivi, in particolare i fondi indicizzati, adottano strategie di

diversificazione, distribuendo le loro partecipazioni in maniera uniforme tra imprese di settori diversi, riducendo il rischio associato al proprio portafoglio. Al contrario, gli investitori attivi concentrano i propri investimenti su determinati titoli; non hanno una copertura omogenea del mercato. Banal-Estanol, Seldeslachts e Vives mostrano come in presenza di portafogli altamente diversificati, gli investitori passivi possono avere l'incentivo a internalizzare gli effetti competitivi tra imprese concorrenti. Utilizzando un paniere di imprese statunitensi quotate tra il 2004 e il 2012, gli autori evidenziano un aumento significativo della rilevanza degli investitori passivi a seguito della grande crisi finanziaria del 2007-2008, accompagnata da un aumento degli incentivi alla common ownership. Evidenze empiriche rivelano una relazione positiva tra l'incremento delle partecipazioni detenute dagli investitori passivi e l'intensità della sovrapposizione proprietaria: in particolare, una variazione dell'1% nelle partecipazioni degli investitori passivi più diversificati è positivamente e significativamente correlata ad un aumento dello 0,13% degli incentivi alla common ownership (Banal-Estanol, Seldeslachts e Vives, 2022).

In conclusione, il fenomeno della common ownership emerge come una delle trasformazioni più significative della moderna struttura proprietaria, con effetti spaziano dalla governance interna all'impresa all'intensità della concorrenza di mercato. Il capitolo successivo analizzerà i meccanismi attraverso cui questi effetti possono manifestarsi.

1.2. Interlocking Directorates: definizione e contesto

Parallelamente alla common ownership, un altro meccanismo di connessione tra imprese è quello degli interlocking directorates. Questo termine indica la situazione in cui uno o più amministratori risiedono contemporaneamente nel Consiglio di amministrazione di più società, creando collegamenti tra imprese formalmente indipendenti. Il fenomeno dell'interlocking directorates può manifestarsi in maniera diretta o indiretta; si ha una connessione diretta tra due società distinte quando lo stesso membro risiede contemporaneamente nel Consiglio di amministrazione di entrambe,

mentre si ha una connessione di tipo indiretto quando queste non condividono direttamente nessun amministratore, bensì esiste una terza società con amministratori comuni alle prime due, o attraverso una catena di individui.

Già dall'inizio del secolo scorso, gli interlocking directorates sono stati oggetto di forti critiche, in particolare per i potenziali effetti di riduzione della concorrenza. Louis Brandeis, consigliere del presidente Wilson sui temi antitrust, accusava gli interlocking directorates di ridurre la competizione, generare inefficienze e compromettere l'autonomia decisionale delle imprese rispetto alle concorrenti. Tali preoccupazioni hanno condotto all'introduzione sul suolo americano del Clayton Act del 1914, una normativa ancora in vigore oggi, che vieta la presenza di interlocking directorates tra imprese concorrenti. Nonostante l'introduzione del divieto, la pratica non si è arrestata.

Nel 1969 Dooley conduce uno studio sull'estensione e la persistenza degli interlocking directorates tra le principali società statunitensi: attraverso un'analisi comparativa delle 250 maggiori imprese statunitensi nel 1935 e nel 1965, l'autore dimostra che le interconnessioni tra i Consigli di amministrazione sono altamente diffuse e durature nel tempo. I risultati rivelano che, in entrambi gli archi temporali, la maggior parte di queste imprese era interconnessa tramite almeno un amministratore. In particolare, gli interlocking directorates risultano particolarmente frequenti nelle istituzioni finanziarie, come banche e assicurazioni. Inoltre, lo studio verifica che una quota rilevante di interlocking directorates coinvolge imprese concorrenti, violando il Clayton Act, suggerendo una limitata efficacia della normativa antitrust nel periodo considerato (Dooley, 1969).

Nel 2018 Hauser conduce uno studio simile a Dooley, prendendo come campione le società appartenenti a S&P1500, un indice azionario che include le 1500 principali società quotate negli Stati Uniti. A distanza di più di cinquanta anni i risultati sono sorprendentemente simili: attraverso un'analisi dei dati ISS (Institutional Shareholder Service), un database molto usato negli studi di corporate governance, con informazioni dettagliate sulla composizione dei consigli di amministrazione delle società quotate statunitensi, l'autore ha scoperto che oltre il 20% degli amministratori di queste società risiede contemporaneamente in altri Consigli di amministrazione e che circa l'85% delle società S&P1500 condivide almeno un amministratore con altre di queste società (Hauser, 2018)

La persistenza degli interlocking directorates ha una duplice chiave di lettura: da un lato può essere il risultato di relazioni passate, individui che hanno collaborato in altre società, dall'altro può essere frutto di un'offerta limitata di persone qualificate. I due fattori sono in una certa misura collegati perché le competenze necessarie per diventare membri del consiglio di amministrazione spesso sono acquisite in aziende dello stesso settore. Alcuni settori, tra cui quello finanziario o farmaceutico, richiedono competenze specifiche rare soddisfatte da poche persone operanti nello stesso contesto economico o geografici.

Secondo la teoria dell'inserimento sociale di Granovetter, l'azione economica delle imprese è strettamente correlata alle relazioni sociali e l'interconnessione tra gli amministratori fa da ponte alla diffusione di informazioni sulle principali pratiche e strutture tra le imprese collegate, svolgendo un ruolo attivo e significativo nella presa di decisioni e nei risultati economici (Granovetter, 1985).

La letteratura sugli interlocking directorates mette spesso in luce la pericolosità del fenomeno: attraverso i consigli di amministrazione interconnessi le grandi imprese non operano più come unità completamente indipendenti, bensì sono inserite all'interno di reti di relazioni personali e istituzionali. Questo scenario ridimensiona la figura delle grandi società da entità autonoma e autosufficiente, evidenziando come le decisioni strategiche siano spesso frutto di interessi di legami esterni, inclusi quelli dei concorrenti, delle istituzioni finanziarie e di interessi locali.

Per tale ragione molti paesi del mondo occidentale vietano o limitano la presenza di Consigli di amministrazione interconnessi tra aziende concorrenti; nell'effettivo però, come dimostrano gli studi prima citati, queste limitazioni non vengono applicate in modo rigoroso, per cui i Consigli di amministrazione interconnessi sono molto frequenti.

Negli Stati Uniti d'America il Clayton Act del 1914 vieta gli interlocking directorates tra aziende concorrenti. La norma prevede deroghe solo per le aziende con un fatturato inferiore a 4,1 milioni di dollari o in cui la sovrapposizione degli amministratori tra i competitors sia inferiore al 2% del loro fatturato. Nonostante negli ultimi decenni il fenomeno degli interlocking directorates abbia ricevuto scarsa attenzione dalle autorità governative, recentemente la divisione Antitrust del Dipartimento di Giustizia americano e la Commissione Federale per il Commercio hanno riportato alla luce la

questione, intraprendendo azioni legali contro le aziende con interconnessioni illegali, e costringendo i diretti interessati a dimettersi dall'incarico.

In Italia nel 2011 sotto il governo Monti è entrata in vigore il decreto Salva Italia che ha vietato la presenza di Consigli di amministrazione interconnessi tra aziende che operano nello stesso settore, pena la decadenza automatica degli incarichi incompatibili. Il decreto è rivolto solo alle aziende che operano nel settore bancario, finanziario e assicurativo.

1.3. Punti di contatto tra i meccanismi di connessione aziendale

Nonostante la letteratura solitamente tratti la common ownership e gli interlocking directorates in maniera distinta, i due fenomeni presentano molteplici similarità. Entrambi, infatti, costituiscono una connessione tra imprese formalmente indipendenti, con capacità di influenzare gli incentivi e i comportamenti strategici, riducendo così l'autonomia decisionale delle stesse. Sia la common ownership che gli interlocking directorates possono ridurre il grado di competizione in un settore industriale, inducendo le imprese a coordinarsi in materia di quantità e prezzi con le altre collegate.

La proprietà comune opera attraverso gli incentivi economici dei manager, mentre gli interlocking directorates tramite le relazioni personali all'interno dei consigli di amministrazione. Benché agiscano utilizzando mezzi differenti, quando coesistono all'interno del medesimo contesto, i due fenomeni possono rafforzarsi reciprocamente, costruendo una grande rete di connessioni attorno all'impresa focale.

In primo luogo, la connessione tra i due fenomeni coinvolge il canale degli incentivi. Per la common ownership, la sovrapposizione proprietaria tra imprese concorrenti può modificare la funzione obiettivo degli azionisti, portandoli ad operare nell'interesse del proprio portafoglio azionario. Similmente, gli interlocking directorates possono agire in accordo con gli interessi comuni della rete di imprese in cui risiedono, anche nel caso in cui siano in contrasto con quelli dell'impresa focale. In entrambi i casi lo scopo si discosta dalla massimizzazione del profitto della singola impresa verso la massimizzazione del profitto collettivo di tutte le imprese interconnesse, a discapito

del libero mercato. Sia per la common ownership che per gli interlocking directorates, il management rappresenta il canale attraverso cui applicare una concorrenza più morbida, essendo il punto di contatto tra governance, struttura proprietaria e decisioni operative.

Un secondo punto di contatto tra i due fenomeni è rappresentato dall'informazione. Gli interlocking directorates facilitano la circolazione di informazioni tra imprese, riducendo l'incertezza associata alle decisioni strategiche e favorendo il coordinamento. Analogamente, la common ownership accresce la trasparenza informativa tra le imprese costituenti del portafoglio e permette all'investitore di venire a conoscenza della strategia e della posizione competitiva delle stesse. Benché i due meccanismi operino tramite canali differenti, entrambi contribuiscono a ridurre l'asimmetria informativa tra imprese concorrenti. Cresce il rischio di collusione: attraverso la divulgazione di informazioni, le aziende possono coordinarsi in materia di prezzi e prodotti, allineando la propria strategia.

Inoltre, sia la common ownership che gli interlocking directorates, attraverso i soggetti condivisi, contribuiscono alla creazione di una rete di imprese collegate, mezzo attraverso cui è possibile applicare la convergenza di comportamenti strategici tra le società.

Dunque, la common ownership e gli interlocking directorates costituiscono due meccanismi distinti ma potenzialmente complementari. Posso esistere indipendentemente l'uno dall'altro ma quando coesistono, all'interno della medesima impresa o rete di imprese, i due fenomeni possono rafforzarsi reciprocamente. In presenza della common ownership, gli interlocking directorates possono condurre più facilmente comportamenti cooperativi, mentre, in caso contrario, gli interlocking directorates possono supportare la common ownership nella coordinazione delle imprese partecipate facilitando la diffusione di informazioni.

Queste dinamiche risultano particolarmente vantaggiose in settori caratterizzati da elevata similarità dei prodotti e redditività, barriere all'ingresso significative e che richiedono importanti investimenti in ricerca e sviluppo. La maggior parte della letteratura che analizza i due fenomeni è contestualizzata nel settore bancario, del trasporto aereo commerciale e farmaceutico. Gli ultimi due saranno oggetto di approfondimento nel terzo e quarto capitolo.

In conclusione, data l'elevata connessione tra la common ownership e gli interlocking directorates, verrà condotta un'analisi congiunta dei due fenomeni con lo scopo di comprendere per intero la complessa rete di incentivi e flussi informativi che caratterizza i mercati contemporanei.

Capitolo 2

Le conseguenze dei meccanismi di connessione aziendale

Il presente capitolo è dedicato all'analisi delle conseguenze derivanti dai meccanismi di interconnessione aziendale, realizzati attraverso la proprietà e l'amministrazione condivisi tra più imprese, spesso appartenenti allo stesso settore industriale. Attraverso un'analisi della letteratura esistente, verranno esaminati gli effetti maggiormente dibattuti, di diverso carattere, sia interni all'organizzazione, sia sul mercato.

2.1. Competizione e comportamenti di mercato

Come anticipato nel capitolo precedente, un tema molto ricorrente nella letteratura sulla common ownership riguarda la riduzione degli incentivi alla competizione per gli azionisti, a causa della sovrapposizione proprietaria tra imprese. Quando lo stesso investitore possiede partecipazioni in più società dello stesso settore, il suo obiettivo economico potrebbe non essere più la massimizzazione del valore della singola impresa, bensì la massimizzazione dell'andamento congiunto di tutte le imprese che partecipano al suo portafoglio di investimento, proporzionalmente alla quota posseduta e al potere di controllo che vi esercita. Il problema sorge quando le società del portafoglio interagiscono; infatti, l'incremento della market share di una specifica impresa riduce la quota di mercato delle altre imprese partecipate. In tale contesto, l'azionista spingerà per una competizione più morbida, nonostante formalmente le aziende siano competitors.

Solitamente nelle grandi imprese il singolo azionista detiene una piccola quota all'interno della specifica impresa, per cui il suo effetto potrebbe risultare trascurabile. In realtà, la common ownership è un fenomeno molto diffuso e in continua crescita, in

particolare nei settori aereo commerciale, bancario e farmaceutico, come testimonia la letteratura.

Nel 2018 Martin Schmalz conduce uno studio nel quale analizza l'influenza della struttura proprietaria sulla condotta e sugli obiettivi dell'impresa. L'autore inizialmente presenta due figure: l'imprenditore-proprietario e il banchiere. L'imprenditore-proprietario è colui che ha fondato l'azienda e nonostante abbia aperto la compagine proprietaria anche a soggetti esterni, mantiene la quota più rilevante. Per tale ragione lo scopo dell'imprenditore-proprietario è di massimizzare il valore della propria azienda, aumentando la market share a discapito dei rivali, nei quali non detiene partecipazioni. Al contrario, il banchiere è colui che ha un'intensa rete di legami e investe in numerose imprese di settori differenti; in questo modo il suo obiettivo sarà la massimizzazione del valore di tutte le imprese in aggregato, in proporzione alla quota detenuta.

Virgin America		Berkshire Hathaway	
Shareholder	%	Shareholder	%
Richard Branson	30,99	Warren Buffett	17,94
Cyrus Capital Partners	23,69	Vanguard	5,05
Vanguard	2,91	BlackRock	4,15
BlackRock	2,27	State Street	3,33
Alpine Associates Advisors	2,12	Bill & Melinda Gates Foundation	2,67
Hutchin Hill Capital	2,10	Fidelity	2,36
Société Générale	1,85	Optinova Asset Management	2,23
Amazon		Walmart	
Shareholder	%	Shareholder	%
Jeff Bezos	16,72	Walton Enterprises	46,97
Vanguard	5,62	Walton Family	3,78
Capital Research	5,47	Vanguard	3,51
BlackRock	5,01	BlackRock	2,97
Fidelity	3,82	State Street	2,38
T. Rowe Price	3,67	Dodge & Cox	0,70
State Street	3,40	Northern Trust	0,59

Tabella 1: struttura proprietaria delle maggiori imprese imprenditoriali negli USA (Schmalz, 2018)

In tabella 1, Schmalz mostra la struttura proprietaria delle maggiori imprese imprenditoriali statunitensi. Negli esempi riportati, risulta evidente la presenza di un azionista con una quota dominante rispetto alle altre. Ad esempio, Jeff Bezos è il maggiore azionista di Amazon con una partecipazione del 16,72%, mentre la famiglia Walton esercita il controllo su Walmart attraverso Walton Enterprise e Walton Family, detenendo complessivamente oltre il 50% delle azioni. In tali configurazioni, l'incentivo alla massimizzazione del valore dell'impresa è dominante, poiché gli azionisti di controllo non possiedono partecipazioni significative nei principali concorrenti. Inoltre, gli azionisti diversificati, come BlackRock e Vanguard, sono azionisti di minoranza e non esercitano un'influenza significativa sulla strategia aziendale.

Tuttavia, la struttura proprietaria della maggior parte delle imprese statunitensi risulta ben differente.

JPMorgan Chase		Bank of America		Citigroup	
Shareholder	%	Shareholder	%	Shareholder	%
Vanguard	7,03	Berkshire Hathaway	7,03	BlackRock	6,97
BlackRock	6,40	BlackRock	6,71	Vanguard	6,66
State Street	4,69	Vanguard	6,65	State Street	4,50
Capital Research	3,90	State Street	4,45	Fidelity	4,42
Fidelity	2,68	Fidelity	3,27	Wellington	1,77
Wells Fargo		PNC Financial		U.S. Bancorp	
Shareholder	%	Shareholder	%	Shareholder	%
Berkshire Hathaway	9,85	Wellington	7,59	BlackRock	6,41
Vanguard	6,30	Vanguard	6,73	Vanguard	6,26
BlackRock	5,43	BlackRock	5,68	Berkshire Hathaway	6,08
State Street	4,01	State Street	4,80	State Street	4,38
Capital Research	3,55	Capital Research	4,37	Fidelity	3,84

Tabella 2: struttura proprietaria delle maggiori banche negli USA (Schmalz, 2018)

In tabella 2, Schmalz mostra la struttura proprietaria delle maggiori banche statunitensi. Al contrario dell'esempio precedente, l'autore osserva che non vi è più un

azionista dominante, bensì gli stessi investitori istituzionali compaiono sistematicamente tra i principali azionisti di tutte le imprese con quote più contenute. In particolare, Vanguard, BlackRock e State Street detengono partecipazioni rilevanti in tutte e sei le banche e Berkshire Hathaway è il principale azionista di due di queste. Schemi proprietari simili si riscontrano anche in altri settori. Questa configurazione implica che una quota significativa dei profitti generati dalle diverse banche affluisca agli stessi soggetti economici, riducendo l'indipendenza effettiva degli incentivi competitivi.

Schmalz evidenzia inoltre che, sebbene il singolo azionista detenga al massimo il 10% delle azioni in una specifica impresa, i primi cinque azionisti, in aggregato, detengono tra il 24% e il 30%. In assenza di un azionista di controllo privo di partecipazioni in imprese concorrenti, non vi è alcuna ragione economica affinché l'impresa massimizzi il proprio valore; quando gli azionisti hanno portafogli diversificati con imprese concorrenti, la massimizzazione del valore dell'impresa e del portafoglio non coincidono. Tali livelli di concentrazione proprietaria hanno la capacità di influenzare il grado di competizione di un intero settore industriale.

I comportamenti anticoncorrenziali da parte delle imprese si manifestano attraverso la riduzione dei volumi produttivi e l'incremento dei prezzi di beni o servizi ai consumatori finali. Infatti, strategie particolarmente aggressive, realizzate attraverso riduzioni significative dei prezzi o espansioni della capacità produttiva, aumentano il valore e la quota di mercato dell'impresa, a discapito dei concorrenti. Al contrario, strategie meno aggressive possono consentire l'imposizione di prezzi maggiorati e profitti più stabili a livello di settore, con effetti potenzialmente analoghi a un assetto monopolistico (Schmalz, 2018).

Shradha Bindal, in uno studio del 2022, approfondisce questo aspetto in relazione alla tipologia di settore industriale. Lo studio sostiene che l'effetto dell'aumento dei prezzi da parte della proprietà comune non sia possibile in qualsiasi settore, ma solo in quelli con prodotti simili, al contrario di quelli con prodotti differenziati, in cui questo effetto è statisticamente indistinguibile da zero. Un'azienda produttrice di prodotti ben differenziati rispetto ai competitors del settore, può ottenere i profitti di monopolio indipendentemente dalla presenza o meno di azionisti comuni alle altre imprese. Al contrario, per le aziende che producono prodotti simili rispetto ai concorrenti, che

competono principalmente sul prezzo di mercato, può risultare vantaggioso accordarsi e ridurre la competizione attraverso la proprietà comune o gli interlocking directorates. Attraverso un ampio campione di società statunitensi in un range temporale dal 1997 al 2017, Bindal misura la similarità dei prodotti attraverso l'analisi testuale dei report 10-K, un documento annuale che le aziende quotate negli Stati Uniti completano in cui descrivono i prodotti che commercializzano e in quali mercati operano. Oltre a ciò, l'autrice, dallo stesso campione di società, costituisce degli indicatori che misurano il grado di common ownership a livello di singola impresa, che tengono conto sia dei blockholder, investitori con partecipazioni maggiori al 5%, sia degli investitori con partecipazioni economicamente rilevanti, anche se inferiori a tale livello. Il potere di mercato viene identificato dal margine lordo, mentre il grado di innovazione è misurato attraverso la spesa in R&D sostenuta. Viene identificata una relazione positiva tra il margine lordo e la proprietà comune nei settori caratterizzati da prodotti omogenei: le aziende produttrici di prodotti simili sono dal 2,7% al 6% più inclini ad aumentare i prezzi rispetto all'aumento di una deviazione standard nella proprietà comune. Inoltre, queste aziende riducono gli investimenti in ricerca e sviluppo dal 0,5% al 2,5% rispetto all'aumento di una deviazione standard nella proprietà comune. L'aumento del margine lordo e la riduzione degli investimenti in R&D, in aggregato, implicano una maggiore redditività all'impresa (Bindal, 2022).

Anche gli investitori non diversificati, interessati alla massimizzazione della loro partecipazione azionaria in una specifica impresa, potrebbero essere d'accordo: una concorrenza più morbida nei confronti dei competitors potrebbe aumentare i profitti delle loro aziende oltre il livello raggiungibile attraverso una concorrenza aggressiva. Per tale motivo, il consenso rispetto a una concorrenza più attenuata può emergere anche in presenza di livelli inferiori di common ownership (Rotemberg, 1984).

Parallelamente alla common ownership, anche gli interlocking directorates sono stati analizzati dalla letteratura come potenziale canale di riduzione della concorrenza. La compresenza delle stesse persone nel consiglio di amministrazione di imprese concorrenti può facilitare lo scambio di informazioni sensibili e il coordinamento strategico tra queste.

Barone, Schivardi e Sette confermano questa ipotesi in uno studio condotto nel 2025 applicata al settore del credito italiano. I tre autori indagano il cambiamento dei tassi

di interesse a seguito del decreto Salva Italia introdotto nel 2011, che ha vietato la pratica degli interlocking directorates tra banche e società di assicurazioni concorrenti. Attraverso l'analisi di molteplici contratti di prestito tra alcune banche e società sul suolo italiano, in un intervallo temporale sia precedente che successivo alla riforma, gli autori riscontrano un abbassamento del tasso di interesse medio sui prestiti alle imprese successivamente al decreto Salva Italia. In particolare, nelle banche precedentemente interconnesse, viene identificato un abbassamento del tasso di interesse medio del 1,5% rispetto al tasso medio prima della riforma; la riduzione è maggiore per le banche che, prima della riforma, risultavano particolarmente interconnesse. Inoltre, viene riscontrato che le imprese più meritevoli di credito registrano una riduzione del tasso d'interesse maggiore: questo dato viene interpretato positivamente come indice di un aumento della competitività di settore e un aumento del potere contrattuale di tali aziende. La riforma non ha avuto solo effetti finanziari ma anche economici: le aziende maggiormente soggette a prestiti da banche interconnesse prima del 2011, registrano, successivamente a tale data, maggiori investimenti, crescita dell'occupazione e un aumento delle vendite, indicatore del fatto che l'agevolazione dell'accesso al credito ha migliorato le performance aziendali.

Questi risultati vengono interpretati come prova a sostegno del comportamento collusivo delle banche dotate di interlocking directorates, giustificando l'introduzione del divieto sul suolo italiano (Barone, Schivardi e Sette, 2025).

In conclusione, l'analisi della letteratura evidenzia come la crescente diffusione dei meccanismi di connessione aziendale possa modificare gli incentivi tradizionali alla competizione. Quando gli stessi investitori detengono partecipazioni rilevanti in più imprese concorrenti, oppure quando gli stessi individui risiedono contemporaneamente nei consigli di amministrazione di aziende rivali, le imprese possono adottare strategie meno aggressive rispetto ai modelli tradizionali di concorrenza. In tali contesti, le imprese possono essere incentivate a mantenere dei prezzi più elevati, implicando un grande trasferimento di ricchezza dai consumatori ai produttori. Questi contributi teorici ed empirici hanno alimentato un crescente dibattito accademico e antitrust, volto a comprendere se tali meccanismi di connessione tra imprese possano effettivamente influenzare il funzionamento dei mercati. Infatti, gli studi analizzati spesso sollecitano l'attenzione degli enti antitrust sull'argomento, sostenendo che le norme oggi in vigore non siano sufficienti. In questo contesto, i comportamenti

anticoncorrenziali possono emergere anche in assenza di pratiche collusive osservabili, rendendo più complessa la loro identificazione ma non la loro realizzazione.

2.2. Corporate Governance e comportamento manageriale

Gli azionisti non incidono direttamente sulle decisioni operative delle imprese, bensì è il Consiglio di amministrazione che si occupa della gestione e definisce la strategia aziendale: la proprietà ha il controllo ultimo sull'impresa, mentre gli amministratori la governano. Pertanto, è solo attraverso il management che la common ownership può applicare i comportamenti anti-competitivi discussi nella sezione precedente, che si manifestano sul mercato attraverso prezzi maggiorati e quantità ridotte. Sono infatti i manager a decidere in materia di prezzi dei prodotti.

Le due figure sono però connesse: è infatti l'assemblea dei soci che decide in merito alla nomina o revoca degli amministratori. Il management è consapevole di ciò e tenderà a essere consenziente con le volontà della proprietà per la tutela del proprio incarico. Inoltre, molti investitori istituzionali possiedono partecipazioni in un numero elevato di imprese, per cui, anche in un'ottica futura, ai manager non conviene scontentarli con strategie altamente competitive.

Esistono vari canali attraverso cui la proprietà può influenzare il comportamento manageriale; si tratta di strumenti ordinari di governance aziendale, per cui l'effetto anti-competitivo della common ownership emerge attraverso strumenti legittimi. La natura anticoncorrenziale di tali pratiche è difficilmente osservabile.

- **Voice**; gli azionisti comunicano direttamente le loro volontà o preferenze agli amministratori, scoraggiando azioni che favoriscono la concorrenza aggressiva. Oltre il 60% degli investitori istituzionali ammette di comunicare direttamente con il management e i grandi fondi tengono frequentemente incontri privati con le aziende.
- **Incentivi**; gli azionisti possono instaurare delle strutture retributive dei dirigenti meno, o per niente, sensibili alla performance aziendale. Lo sforzo manageriale

sarà perciò ridotto. Piuttosto possono essere instaurati dei sistemi di retribuzione proporzionali alle performance di settore.

- Voto; gli azionisti possono, attraverso il voto, ostacolare le iniziative che mirano ad aumentare la concorrenza oppure sostenere quelle a loro favore. Inoltre, tramite il voto, gli azionisti decidono in merito alla nomina o revoca degli amministratori. I manager sono consapevoli che la loro carriera dipende da tale votazione.
- Vendita di azioni; molti investitori influenzano le imprese vendendo le partecipazioni quando sono ostili a scelte strategiche intraprese. I manager temono che una competizione elevata possa far scendere il valore di mercato del titolo.
- Doing nothing; in assemblea dei soci gli azionisti possono astenersi rispetto alla votazione di una pratica a loro sfavore impedendo il raggiungimento della maggioranza necessaria.

Complessivamente, la combinazione di questi meccanismi è sufficiente a spiegare il verificarsi di comportamenti anticoncorrenziali in presenza di sovrapposizione proprietaria tra imprese concorrenti. Tali meccanismi inducono il management a tenere in considerazione gli effetti delle proprie decisioni sui profitti delle imprese rivali appartenenti al portafoglio degli azionisti, attenuando così la pressione competitiva. In questo contesto, l'aumento dei prezzi e la riduzione degli investimenti, non sono il frutto di coordinamento tra imprese, bensì l'esito di decisioni intraprese all'interno del perimetro industriale, in risposta a incentivi manageriali distorti. Inoltre, poiché competere è di per sé faticoso, il management può risultare meno incline a adottare strategie aggressive, anche in assenza di forti pressioni dalla proprietà (Elhauge, 2019).

Tra canali attraverso cui la proprietà può influenzare il management, gli incentivi manageriali risultano quelli maggiormente trattati dalla letteratura.

Anton, Ederer, Giné e Schmalz nel 2022 sviluppano un modello teorico in cui i manager massimizzano una funzione obiettivo che incorpora, oltre alle performance dell'azienda controllata, anche i profitti delle altre imprese rivali appartenenti al portafoglio degli azionisti. Gli autori sostengono che l'aumento della common ownership riduce la sensibilità della remunerazione del CEO alla performance aziendale, comportando così uno sforzo del manager ridotto, l'abbassamento della produttività, costi marginali più elevati e, conseguentemente, l'incremento dei prezzi.

Infatti, in presenza di prezzi endogeni, l'aumento della produttività comporterebbe l'abbassamento dei prezzi di mercato, a discapito delle imprese concorrenti. In questo modo, l'effetto anticoncorrenziale non deriva da collusione esplicita o coordinamento tra imprese, bensì emerge all'interno del perimetro aziendale. Al contrario, nel caso i prezzi dei prodotti fossero fissi, gli sforzi manageriali volti a migliorare la produttività aumenterebbero la redditività dell'azienda e ciò sarebbe auspicabile per qualsiasi tipologia di azionista.

In questo scenario, gli autori spiegano l'aumento dei prezzi come una conseguenza dell'inefficienza produttiva, e perciò l'aumento dei costi, piuttosto che dall'aumento del mark-up.

Attraverso l'analisi di informazioni dettagliate sulla struttura proprietaria e sulle remunerazioni degli amministratori delegati di un campione di imprese americane tra il 1992 e il 2019, gli autori verificano tale ipotesi. Sfruttando le fusioni tra grandi gestori patrimoniali come shock esogeni, viene identificata una relazione negativa tra l'aumento della common ownership e un sistema di incentivi meno sensibili alla performance del CEO: nello specifico, i risultati mostrano che uno spostamento interquartile dal 25° al 75° percentile del grado di proprietà comune a livello di impresa è associato a una riduzione del 10,5% della sensibilità della ricchezza del CEO alla performance. Questo risultato rimane robusto utilizzando diverse misure alternative di incentivi manageriali e in diverse tipologie di industrie di aziende parte dell'indice S&P 500. Ciò è coerente con l'ipotesi che la common ownership non premi strategie aggressive volte a migliorare la posizione competitiva della singola impresa a discapito delle altre aziende del settore (Anton, Ederer, Gine e Schmalz, 2022).

Tuttavia, esiste anche un filone contrario, che invece sostiene che la common ownership può avere un ruolo disciplinante nei confronti della governance.

Questa tesi è sostenuta da Edmans, in uno studio del 2018, sotto l'ipotesi che si consideri un investitore informato che possieda azioni in una o più imprese non concorrenti. Dato uno shock di liquidità, l'investitore che possiede azioni in più aziende può decidere quali titoli vendere e sarà propenso a cedere prima le azioni delle società a basso valore. Il valore dell'impresa è correlato all'operato del manager: se amministra l'azienda in modo corretto l'impresa sarà di alto valore, altrimenti di basso valore. La possibilità di scelta comporta che la vendita sia più informativa: il mercato

interpreta il trasferimento come un segnale negativo specifico sull'impresa venduta e il prezzo di vendita delle azioni si riduce. Il manager è consapevole di ciò e sa che, se il valore dell'impresa diventa evidente al mercato, lui stesso ne perde in reputazione; la minaccia di essere screditato spinge il manager a impegnarsi. Aumenta dunque la price informativeness: la minaccia di vendita ha un effetto disciplinante per il manager e rafforza la governance. Al contrario, se l'investitore possedesse titoli in una sola impresa, in caso di shock di liquidità, che l'impresa sia di alto o basso valore, tenderà a cederle allo stesso prezzo, per mascherare la ragione della vendita. Di conseguenza, la price informativeness è più bassa e l'effetto disciplinante sul manager è inferiore (Edmans, 2018).

I due studi citati non risultano necessariamente in contraddizione. L'effetto disciplinante della common ownership nei confronti dell'operato del manager tende a emergere in contesti intersettoriali, in cui le imprese partecipate non sono direttamente in competizione nel mercato dei prodotti. Al contrario, in analisi intra-settoriali, emerge l'effetto anticoncorrenziale della common ownership, che indebolisce l'allineamento tra remunerazione del manager e performance della singola impresa. Pertanto, l'analisi della letteratura suggerisce che l'effetto della sovrapposizione proprietaria sulla corporate governance dipende dalla struttura dei mercati e dalla natura delle relazioni tra le imprese coinvolte.

2.3. Busy Boards

In aggiunta al disallineamento tra gli incentivi manageriali e le performance aziendali, le connessioni tra imprese possono incidere sulla corporate governance attraverso la composizione dei consigli di amministrazione. In particolare, un filone crescente della letteratura analizza il fenomeno dei busy boards, ossia consigli di amministrazione composti da amministratori che ricoprono simultaneamente più incarichi; risiedere contemporaneamente in diversi consigli di amministrazione rende gli amministratori troppo impegnati, intaccando la loro efficienza dal punto di vista produttivo.

Ricoprire molteplici incarichi per un amministratore ha una duplice chiave di lettura. Da un lato è un riconoscimento; essere una persona molto richiesta è segnale di buona reputazione e competenze. Tuttavia, dall'altro lato comporta alla persona un eccessivo carico di lavoro che può ridurre il tempo e l'attenzione dedicati al monitoraggio delle questioni aziendali. I due aspetti sono collegati: essere una persona qualificata e con una buona reputazione rende un amministratore molto richiesto e, conseguentemente, molto impegnato. Inoltre, l'azienda potrebbe scegliere un amministratore condiviso anche per il beneficio di accedere a informazioni esterne.

Fich e Shivdasani conducono uno studio nel 2006 volto ad analizzare gli effetti dei busy boards sull'efficacia del monitoraggio e sulle performance aziendali. Viene definito busy director un soggetto che risiede contemporaneamente in tre o più consigli di amministrazione mentre un busy board è un consiglio di amministrazione composto almeno al 50% da amministratori di questa classe. Gli autori conducono l'analisi utilizzando un campione di 508 grandi imprese statunitensi, appartenenti alla lista Forbes 500, ottenendo oltre tremila osservazioni impresa-anno in un arco temporale che va dal 1989 al 1995. Attraverso l'analisi dei proxy statement depositati presso la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), documenti ufficiali rilasciati dalle aziende quotate sulla composizione dei consigli di amministrazione, Fich e Shivdasani scoprono che nel loro campione circa il 52% degli amministratori rispecchia la definizione di busy directors e circa il 21% dei consigli di amministrazione ha una maggioranza di amministratori di questa tipologia, indicando come fenomeno sia ampiamente diffuso.

Gli autori adottano un approccio osservazionale sul campione di imprese basato su regressioni panel ed effetti fissi di impresa, al fine di esaminare come cambia la performance al variare della composizione dei consigli di amministrazione. I dati finanziari sono stati ottenuti dai database ufficiali di CRSP e Compustat: il primo fornisce informazioni di borsa, come il prezzo delle azioni, e indica in che modo il mercato percepisce l'impresa specifica, mentre il secondo contiene dati contabili provenienti dai bilanci delle imprese quotate. I risultati mostrano una relazione negativa tra le prestazioni aziendali e la presenza di amministratori eccessivamente impegnati. Infatti, nei board dominati da busy directors vengono identificate valutazioni di mercato inferiori, minore redditività operativa e una minore sensibilità al turnover del CEO alle prestazioni aziendali. In particolare, quando un consiglio di

amministrazione supera la soglia del 50% di membri busy directors, trasformandosi in un busy board, registra un calo medio del market-to-book ratio di circa 0,04 punti e una riduzione del return on assets di 0,24 punti percentuali, suggerendo che il l'incremento della mole di lavoro per gli amministratori compromette l'efficacia del monitoraggio (Fich & Shivdasani, 2006).

Fich e Shivdasani forniscono importanti risultati alla letteratura sui busy boards, documentando un'associazione negativa tra consigli di amministrazione eccessivamente impegnati e le performance aziendali. Tuttavia, l'approccio rimane di natura osservazionale. Per tale ragione è importante citare un contributo successivo, offerto da Hauser nel 2018, che invece fornisce evidenza causale a questi risultati.

Hauser svolge la sua ricerca sfruttando le operazioni di fusione come shock esogeni nel carico di lavoro degli amministratori. Quando si ha una fusione, solitamente il consiglio di amministrazione dell'impresa acquisita viene sciolto, e, i suoi amministratori, perdono improvvisamente un incarico. In questo scenario, è ragionevole pensare che gli amministratori esclusi dal board di nuova costituzione dedicheranno il nuovo tempo a disposizione alle cariche che ancora ricoprono, aumentando la partecipazione e aggiungendo valore a quelle aziende.

L'autore conduce lo studio analizzando un campione di imprese appartenenti all'indice S&P1500 in un arco temporale che va dal 1996 al 2014. Combinando informazioni sui consigli di amministrazione di tali imprese, provenienti dal database ISS (Institutional Shareholder Service) con informazioni finanziarie, ricavate da Compustat, database con informazioni tratte dai bilanci ufficiali delle aziende quotate, Hauser ottiene un campione di oltre ventimila osservazioni impresa-anno e un campione di circa duecento mila osservazioni impresa-anno-direttore relative a 27.800 individui.

L'approccio empirico si svolge confrontando le variazioni nelle performance aziendali prima e dopo lo shock della fusione rispetto a quelle di un gruppo di controllo di imprese simili in cui gli amministratori non subiscono alcuna perdita di incarichi. Sia che questo effetto venga misurato con indicatori di mercato che con indicatori di redditività contabile, viene individuata una relazione positiva tra la riduzione di una carica nel Consiglio di amministrazione e l'aumento dell'1,3% del q di Tobin o dello 0,3% del rendimento delle attività (ROA) nelle società in cui l'amministratore ancora presta servizio. L'effetto è amplificato quando l'amministratore in questione è

l'amministratore delegato, dove le prestazioni delle altre società in cui il soggetto mantiene la carica migliorano notevolmente. Dunque, viene verificata l'ipotesi iniziale, secondo cui la riduzione di una carica migliora le prestazioni dell'azienda in cui l'amministratore ancora risiede.

Hauser valuta anche l'aspetto geografico, sostenendo che l'incremento delle performance è maggiore quando l'incarico perso dall'amministratore era geograficamente distante. Infatti, risiedere nel consiglio di amministrazione di un'impresa geograficamente lontana, rende gli amministratori più impegnati a causa del tempo necessario per il tragitto (Hauser, 2018).

La letteratura è tendenzialmente concorde sugli effetti dannosi dei busy boards: avere un consiglio di amministrazione con membri troppo impegnati comporta un peggioramento delle performance aziendali, poiché l'impegno al monitoraggio è ridotto. Ma vi è un'eccezione.

Field, Lowry e Mkrtchyan contestano le conclusioni di Fich e Shivdasani, sostenendo che l'effetto dei busy boards non sia universale, bensì dipenda dallo stadio di vita dell'impresa. Infatti, i busy directors possono vigilare in modo peggiore sull'azienda, ma, al contempo, sono migliori consulenti, data la maggior esperienza, la conoscenza dei mercati superiore e il network di conoscenze più ampio. Mentre le imprese mature richiedono principalmente monitoraggio, le imprese di nuova quotazione necessitano soprattutto di advising, traendo maggiori benefici da amministratori più competenti. Queste aziende, non avendo alcuna esperienza pregressa nella navigazione dei mercati pubblici, tendono ad affidarsi saldamente ai propri amministratori per contatti o consulenze su varie questioni, e perciò, figure più esperte sono favorite.

Per condurre l'analisi, i tre autori utilizzano un campione di oltre mille IPO statunitensi, perciò aziende che si stanno quotando per la prima volta, in range temporale tra il 1996 e il 2008. Come Fich e Shivdasani, utilizzando le informazioni sulla composizione dei consigli di amministrazione depositate presso il SEC e la stessa definizione di busy director, gli autori verificano che il 49% di queste società ha un busy board, percentuale molto più elevata rispetto al 21% identificato da Fich e Shivdasani. Il fenomeno è perciò molto più diffuso nelle imprese IPO piuttosto che in quelle mature.

Come gli studi citati precedentemente, anche Field, Lowry e Mkrtchyan ricavano le informazioni finanziarie dai database di CRSP e Compustat, verificando le performance aziendali dopo il primo anno di quotazione. Per l'analisi viene costruito un modello a due stadi in cui la probabilità di attrarre amministratori con molta esperienza è rappresentata attraverso la distanza geografica dall'impresa dalla Silicon Valley, mentre la probabilità che un amministratore sia busy, perciò con molti incarichi, è rappresentata dal numero di amministratori indipendenti con età superiori a sessanta anni. I risultati mostrano che i busy boards hanno un effetto positivo sul valore e la redditività dell'impresa: infatti, in loro presenza, vengono registrati market-to-book ratio e return on sales maggiori. Tuttavia, a distanza di qualche anno, con l'aumento dell'esperienza, questo effetto si attenua e la quota di busy boards diminuisce, coerentemente all'idea che nelle imprese mature prevalga il ruolo di monitoraggio rispetto a quello consulenziale (Field, Lowry e Mkrtchyan, 2013).

Complessivamente, la letteratura converge all'idea che i busy boards riducono l'efficacia del monitoraggio: oltre una certa soglia, i costi dell'eccessivo carico di lavoro a capo degli amministratori, superano i benefici derivanti dalla loro esperienza. Si ha un'eccezione solo nel caso di aziende di nuova quotazione, dove più che il monitoraggio, il beneficio è svolto dalla consulenza. Tuttavia, per imprese mature la letteratura è concorde nel rilevare effetti negativi sulla performance aziendale.

In presenza di interlocking directorates l'effetto può risultare amplificato, poiché gli stessi individui partecipano contemporaneamente alle decisioni strategiche di più imprese, spesso operanti nello stesso mercato. Ciò può favorire un allineamento della strategia tra imprese collegate ma formalmente indipendenti, contribuendo ad attenuare la pressione competitiva sul mercato dei prodotti.

Infatti, busy directors e interlocking directorates rappresentano due inclinazioni dello stesso fenomeno: entrambi riguardano la presenza simultanea degli stessi soggetti nei consigli di amministrazione di più società, ma il primo concetto si lega al sovraccarico di lavoro che ricade sull'individuo, mentre il secondo descrive la rete di collegamenti tra imprese che emerge dalla compresenza. Se da un lato questi legami tra imprese possono favorire dei benefici in termini di apprendimento e coordinazione, dall'altro comportano dei costi associati al sovraccarico degli amministratori e alla riduzione del monitoraggio, specialmente in aziende mature.

2.4. Innovazione, investimenti e imitazione

Oltre agli effetti sui prezzi e sulla governance, un altro effetto dei meccanismi di interconnessione aziendale trattato in letteratura riguarda le decisioni di investimento in materia di attività innovative. Le decisioni di ricerca e sviluppo sono particolarmente rilevanti per le aziende, poiché riflettono scelte strategiche di lungo periodo e incidono sulla produttività e il benessere sociale.

La relazione tra common ownership e innovazione è ambigua. Da un lato, la riduzione dell'intensità concorrenziale potrebbe attenuare gli incentivi delle imprese a investire in progetti di ricerca e sviluppo, in particolare nei settori dove l'innovazione è utilizzata come vantaggio competitivo per conquistare quote di mercato. Dall'altro lato, una maggiore stabilità dei profitti in una prospettiva di lungo periodo potrebbe favorire progetti innovativi ad alto rischio, difficili da intraprendere in un contesto di pressione competitiva.

Anton, Ederer, Giné e Schmalz conducono uno studio nel 2021 in cui analizzano l'impatto della common ownership sulle scelte di innovazione delle public company statunitensi. Gli autori sostengono che l'effetto non sia univoco ma dipenda dal contesto: in particolare, dipende dal bilanciamento tra spillover tecnologici e competizione nel mercato dei prodotti.

In presenza di spillover tecnologici, lo sviluppo di una nuova tecnologia genera dei benefici non soltanto all'azienda che l'ha generata ma anche alle aziende tecnologicamente correlate, pur non avendo sostenuto i costi di creazione. Questo problema di appropriabilità del surplus genera degli incentivi ex-ante a ridurre gli investimenti in ricerca e sviluppo. Gli autori sostengono che la common ownership potrebbe mitigare questa inefficienza, rendendo redditizia un'innovazione che non lo sarebbe stata se avesse avvantaggiato un'unica impresa. Infatti, quando si ha sovrapposizione proprietaria all'interno dello stesso settore industriale, gli azionisti comuni tengono in considerazione anche i profitti delle altre imprese partecipate prima di intraprendere un'iniziativa strategica, anche in materia di innovazione. Nel caso in cui l'attività innovativa riducesse i costi marginali del settore al punto da aumentare la produzione industriale, la proprietà comune può persino aumentare il benessere,

internalizzando l'effetto degli spillover tecnologici: l'investimento sostenuto da un'unica impresa avvantaggia tutte le imprese partecipate.

D'altro canto, l'introduzione di un'innovazione sul mercato, rappresentando un vantaggio competitivo, porta naturalmente l'impresa innovatrice a sottrarre quote di mercato e profitti alle imprese concorrenti nello stesso mercato dei prodotti. Ciò rappresenta un vantaggio nel caso in cui le imprese concorrenti appartengano a gruppi di azionisti separati, ma uno svantaggio in caso di sovrapposizione proprietaria. In tal caso, la proprietà comune può ridurre gli incentivi all'innovazione.

Il confine è nel rapporto tra spillover tecnologici e sovrapposizione nel mercato dei prodotti: quando gli spillover tecnologici sono elevati rispetto alla sottrazione delle quote di mercato la common ownership incentiva l'innovazione; al contrario, se la competizione nei prodotti è più elevata degli spillover tecnologici, la common ownership tenderà a ridurre gli investimenti in ricerca e sviluppo.

A verifica di tali ipotesi, gli autori utilizzano un campione di imprese americane in un range temporale che va dal 2001 al 2013. Come misure di innovazione è stato considerato sia il rapporto tra la spesa in ricerca e sviluppo sostenuta e le vendite sia il valore di mercato dei brevetti. La prossimità tecnologica e nei mercati dei prodotti sono identificate rispettivamente attraverso la vicinanza brevettuale e la sovrapposizione nelle distribuzioni delle vendite, mentre la composizione proprietaria è ottenuta dal database ufficiale SEC 13F, una comunicazione trimestrale obbligatoria contenente le posizioni detenute da ciascun investitore. Attraverso regressioni panel con effetti fissi di impresa e anno, gli autori mostrano che la common ownership favorisce l'iniziativa innovativa quando la sovrapposizione proprietaria riguarda imprese tecnologicamente correlate, mentre disincentiva l'innovazione quando si ha tra concorrenti orizzontali (Anton, Ederer, Giné e Schmalz, 2021).

Anche gli interlocking directorates sono stati analizzati come potenziale canale di influenza sulle decisioni di investimento innovativo. Gli investimenti in ricerca e sviluppo sono intrapresi dalle aziende con lo scopo di ottenere un futuro vantaggio competitivo, attraverso l'incremento della redditività futura, beneficio per gli azionisti nel lungo periodo. Tuttavia, hanno un impatto negativo sulle prestazioni di breve periodo, a causa dell'elevata incertezza e degli ingenti costi richiesti. Per tale ragione,

i manager tendono a intraprendere decisioni di questo calibro con molta cautela, facendo un compromesso tra prestazioni di breve e lungo periodo.

Han, Bose, Hu, Qi e Tian nel 2015 conducono uno studio sul territorio cinese in cui analizzano l'effetto degli interlocking directorates sulle decisioni di investimento in R&D, interpretandoli come canali di trasmissione informativa che favoriscono l'imitazione tra imprese. L'elaborato si fonda su tre teorie differenti:

- Teoria dei livelli superiori; secondo cui le decisioni strategiche delle aziende riflettono le caratteristiche cognitive e relazionali dei top manager. Ogni manager è caratterizzato da attributi personali, come l'età, l'esperienza e i valori, e attributi relazionali, dipendenti dalle relazioni con altri, che conducono a differenze nella valutazione dei contesti decisionali. Un amministratore che risiede in più consigli di amministrazione è portavoce di schemi decisionali già osservati.
- Teoria dell'inserimento sociale; secondo cui l'azione economica delle imprese è strettamente inserita in reti di relazioni sociali. Le imprese non decidono autonomamente, ma in reti sociali.
- Imitazione inter-organizzativa; in contesti di maggiore incertezza ed elevato rischio, le imprese tendono a imitare le altre percepite come simili. In tale contesto si posizionano le decisioni di investimento in ricerca e sviluppo.

In questo quadro teorico, gli autori formulano l'ipotesi che, in presenza di interlocking directorates, le imprese tendono a imitare le aziende collegate per intraprendere decisioni in materia di ricerca e sviluppo. Inoltre, ipotizzano che questo effetto sia amplificato quando le imprese collegate operano nello stesso settore.

Per condurre l'analisi, gli autori utilizzano un campione di aziende cinesi quotate nelle borse di Shanghai e Shenzhen in un arco temporale che va dal 2007 al 2012, creando coppie di imprese composte da un'impresa focale e una interconnessa. Dato il contesto istituzionale incerto, l'alta rilevanza dei network informali e la maggiore propensione all'imitazione, gli autori considerano la Cina un contesto di analisi appropriato. L'intensità della ricerca e sviluppo è identificata tramite il rapporto tra la spesa in R&D e le attività totali dell'impresa, mentre l'imitazione è catturata mettendo in relazione la spesa in ricerca e sviluppo dell'impresa focale al tempo t rispetto alla spesa sostenuta

dall'impresa interconnessa al tempo $t-1$. Utilizzando il metodo dei minimi quadrati ordinari, gli autori confermano che le decisioni di investimento in materia di ricerca e sviluppo si diffondono lungo le reti di interlocking directorates. In conclusione, l'intensità di R&D di un'impresa specifica è positivamente correlata all'intensità di investimenti delle imprese con cui condivide gli amministratori (Han, Bose, Hu, Qi e Tian, 2015).

L'imitazione tra imprese collegate attraverso amministratori condivisi non riguarda solamente le scelte in materia di ricerca e sviluppo. Infatti, le aziende sono incoraggiate a imitare le aziende interconnesse quando queste ultime traggono vantaggio da determinati comportamenti.

Wang, Yao, Sensoy, Goodell e Cheng conducono uno studio sull'apprendimento inibitorio, sostenendo che le aziende tendono a evitare di commettere determinate pratiche quando queste comportano conseguenze negative nelle aziende collegate. Un caso emblematico è l'attuazione di pratiche scorrette: essere scoperti per cattiva condotta rappresenta un fallimento e uno scandalo per le aziende quotate in borsa, con conseguenze negative sul valore di mercato, sul finanziamento aziendale e sulle prestazioni operative.

Utilizzando un campione di imprese cinesi quotate alle borse di Shanghai e Shenzhen tra il 2008 e il 2018, gli autori attuano un confronto tra il comportamento dell'impresa focale al tempo t rispetto all'applicazione di provvedimenti punitivi nelle imprese interconnesse tramite interlocking directorates al tempo $t-1$. I risultati mostrano un aumento della diligenza degli amministratori condivisi nelle altre imprese, prevenendo il verificarsi di incidenti simili. Dunque, il rischio che le sanzioni si verifichino favorisce il verificarsi dell'apprendimento inibitorio e, conseguentemente, incentiva la buona condotta aziendale (Wang, Yao, Sensoy Goodell e Cheng, 2022).

In conclusione, la review della letteratura evidenzia come i meccanismi di interconnessione aziendale, sia tramite proprietà comune, sia tramite amministratori condivisi tra molteplici consigli di amministrazione, svolgano un ruolo rilevante nell'orientare le decisioni strategiche delle imprese. Oltre agli effetti sui prezzi e in materia di governance, le connessioni tra imprese influenzano anche le scelte di investimento e il comportamento organizzativo, attraverso il coordinamento degli incentivi, la trasmissione informativa e l'apprendimento sociale. I risultati

suggeriscono che la common ownership non svolge un ruolo univoco nei confronti della ricerca e sviluppo ma l'effetto finale dipende dal contesto competitivo e dal tipo di esternalità coinvolte: può promuoverla se il costo sostenuto da un'azienda porta beneficio a molte, mentre può contrastarla se conduce a squilibri nel mercato dei prodotti. Allo stesso modo, anche l'imitazione tra imprese collegate, non ha un'unica accezione, bensì può essere positiva quando le imprese replicano decisioni ritenute profittevoli, come nel caso della R&D, oppure come apprendimento inibitorio, quando l'osservazione di sanzioni conduce a evitare di commettere comportamenti rischiosi o illeciti. La letteratura invita gli enti antitrust a tenere in considerazione queste differenze.

Capitolo 3

Il caso delle US Airlines e il dibattito sugli effetti anticoncorrenziali della Common Ownership

Il dibattito sugli effetti anticoncorrenziali della common ownership trova nel settore delle compagnie aeree statunitensi uno dei principali contesti empirici di applicazione. Tale settore è spesso citato in letteratura a causa dell'elevato grado di concentrazione industriale, aumentato a seguito delle numerose fusioni avvenute a partire dagli anni duemila. Inoltre, all'interno di questo settore, si registra un alto grado di concentrazione proprietaria, un'elevata presenza di investitori istituzionali e disponibilità dettagliata di dati sui prezzi e sulle quote di mercato, che consentono di condurre analisi empiriche particolarmente approfondite.

3.1. La concentrazione proprietaria nel settore aereo statunitense

Negli ultimi decenni il settore delle compagnie aeree statunitensi è stato coinvolto da trasformazioni profonde, sia sotto il profilo industriale che sotto quello proprietario. Infatti, si sono succedute numerose fusioni e acquisizioni che hanno significativamente ridotto il numero di attori principali operanti nel settore e si registra una crescente presenza degli investitori istituzionali all'interno della compagine proprietaria delle principali aziende del settore.

Come testimonia Schmalz nel suo contributo del 2018, l'espansione dei fondi indicizzati e degli asset manager diversificati ha determinato un aumento cospicuo della sovrapposizione proprietaria tra imprese concorrenti. Indagando la struttura proprietaria delle maggiori compagnie aeree statunitensi, l'autore verifica che tra i principali azionisti di queste compaiono spesso gli stessi attori. Questo scenario tende a generare una densa rete proprietaria, con possibili implicazioni negative per i comportamenti di mercato.

Delta Airlines		Southwest Airlines		American Airlines	
Shareholder	%	Shareholder	%	Shareholder	%
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	3,90	Fidelity	5,41	Vanguard	6,15
PRIMECAP	3,57	BlackRock	5,04	BlackRock	5,20
State Street	3,68	State Street	3,69	Fidelity	3,71
J.P. Morgan Asset	3,48	Columbia Mgt	1,46	State Street	3,58
Evercore	2,09	J.P. Morgan Asset	1,29	Geode Capital Mgt	1,03
PAR Capital Mgt	1,78	Egerton Capital	1,26	Morgan Stanley	1,00
BNY Mellon Asset	1,24	T. Rowe Price	1,16	Northern Trust Global	0,97
United Continental Holdings		Alaska Air		JetBlue Airways	
Shareholder	%	Shareholder	%	Shareholder	%
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	5,71
PAR Capital Mgt	5,26	State Street	3,55	Dimensional Fund Advisors	3,31
T. Rowe Price	3,37	Franklin Resources	2,71	Goldman Sachs Asset	2,95
Altimeter Capital	3,33	Egerton Capital	2,39	State Street	2,49
State Street	3,33	PAR Capital Mgt	2,02	Wellington	2,45
J.P. Morgan Asset	2,98	Wellington	1,98	Donald Smith Co.	1,84
Henderson Global Inv.	2,25	BNY Mellon Asset	1,77	AQR Capital Mgt	1,73

Tabella 3: struttura proprietaria delle maggiori compagnie aeree statunitensi (Schmalz, 2018)

In Tabella 3, l'autore mostra i principali dieci azionisti di Delta Airlines, Southwest Airlines, America Airlines, United Continental Holdings, Alaska Airlines e JetBlue Airlines, le sei maggiori compagnie aeree statunitensi. Dallo studio risulta evidente come gli stessi investitori istituzionali compaiano sistematicamente tra i principali azionisti di queste aziende, detenendo partecipazioni rilevanti. In particolare, BlackRock, Vanguard e PRIMECAP occupano le prime cinque posizioni in tutte e sei le compagnie aeree e Berkshire Hathaway è il principale azionista di tre di queste. Questa configurazione implica che una quota significativa dei profitti generati dalle

diverse compagnie aeree affluisca agli stessi soggetti economici, riducendo l'indipendenza effettiva degli incentivi competitivi.

Schmalz mostra che, sebbene il singolo azionista detenga al massimo il 15% delle azioni in una specifica impresa, i primi dieci azionisti, in aggregato, detengono tra il 39% e il 55%. Inoltre, considerando la compagnia aerea United Airlines, tra i primi cento azionisti che insieme detengono oltre il 90% delle azioni in circolazione, solo cinque di questi non hanno partecipazioni nelle altre cinque compagnie aeree e, il maggiore di questi, occupa la 42° posizione (Schmalz, 2018).

Tale livello di concentrazione proprietaria ha la capacità di influenzare il grado di competizione dell'intero settore industriale, sollevando molti interrogativi per l'economia industriale e il diritto antitrust sulla common ownership tra imprese concorrenti.

3.2. L'effetto anticoncorrenziale della Common Ownership

I comportamenti anticoncorrenziali nel settore delle compagnie aeree possono manifestarsi attraverso un incremento dei prezzi dei biglietti aerei per i consumatori finali. In presenza di common ownership tra imprese concorrenti, gli incentivi a competere aggressivamente si riducono, poiché gli azionisti comuni tengono conto dell'impatto delle decisioni di prezzo sui profitti delle imprese partecipate.

Azar, Schmalz e Tecu nel 2018 conducono uno studio in cui analizzano gli effetti anticoncorrenziali della common ownership applicati al settore delle compagnie aeree negli Stati Uniti. Inizialmente, gli autori presentano il modello teorico di O'Brien e Salop, secondo cui, in presenza di common ownership, l'impresa massimizza una funzione obiettivo che tiene conto sia dei propri profitti, sia dei profitti delle imprese concorrenti in cui gli stessi azionisti detengono delle partecipazioni. In tale configurazione, l'incentivo a competere aggressivamente si riduce, poiché riduzioni massive delle tariffe danneggerebbero non solo l'impresa stessa, ma anche le imprese partecipate, riducendo il valore complessivo del portafoglio.

L'analisi empirica viene condotta utilizzando un database con oltre un milione di osservazioni sulle rotte delle linee aeree dal 2001 al 2014, combinando informazioni sulle tariffe dei biglietti e sulle quote di mercato delle compagnie. La struttura proprietaria delle compagnie aeree è stata ricavata dalle comunicazioni obbligatorie depositate presso la Securities and Exchange Commission (SEC). Per lo svolgimento della ricerca i tre autori utilizzano il Modified Herfindahl-Hirschman Index (MHHI), che estende l'HHI tradizionale, normalmente utilizzato dall'antitrust, che misura il grado di concentrazione di un mercato, aggiungendo il fattore HHI delta, indicatore del grado di concentrazione dovuta alla proprietà comune tra imprese concorrenti. Attraverso il MHHI gli autori verificano che la componente di concentrazione proprietaria costituita esclusivamente dalla proprietà comune è mediamente oltre dieci volte superiore alla soglia che l'autorità antitrust degli Stati Uniti considera potenzialmente pericolosa in caso di fusioni.

I risultati mostrano una relazione positiva e statisticamente significativa tra l'MHHI delta e i prezzi delle tariffe aeree. In particolare, gli autori verificano che l'aumento della common ownership è associata a un incremento dei prezzi dei biglietti aerei dal 3% al 7%, rispetto allo scenario in cui non ci sia sovrapposizione proprietaria. Considerando che il margine netto medio del settore nel 2015 era circa il 4%, l'effetto stimato è economicamente rilevante. Parallelamente, gli autori riscontrano una riduzione del numero dei passeggeri, coerente con una riduzione dell'intensità competitiva piuttosto che con un aumento improvviso della domanda.

Inoltre, gli autori analizzano l'acquisizione di Barclays Global Investors da parte di BlackRock avvenuta nel 2009, verificando attraverso un confronto tra i prezzi dei biglietti aerei prima e dopo la fusione, un incremento degli stessi dal 10% al 12% nelle rotte maggiormente esposte al cambiamento della struttura proprietaria.

Questi risultati sono interpretati negativamente, indicativi di un effetto anticoncorrenziale della common ownership (Azar, Schmalz e Tecu, 2018).

Il contributo ha avuto un impatto significativo nella letteratura economica, rendendo emblematico il caso delle compagnie aeree statunitensi. Il contributo innovativo è stato di identificare la struttura proprietaria come possibile determinante dei prezzi nei mercati dei prodotti, alimentando il dibattito sulla regolamentazione della common ownership. Infatti, lo studio di Azar, Schmalz e Tecu è stato citato da oltre 1300

contributi successivi. Tuttavia, proprio la portata innovativa dei risultati ha sollevato numerose obiezioni, che saranno oggetto della sezione successiva.

4.1. Le critiche metodologiche e gli sviluppi teorici

L'ampia risonanza dello studio di Azar, Schmalz e Tecu ha generato un intenso dibattito in letteratura sull'efficacia dei risultati. Di seguito, verranno presentati due contributi successivi che mettono in discussione da un lato la validità dell'identificazione empirica, mentre dall'altro l'adeguatezza dell'impostazione teorica.

Una delle principali critiche è avanzata da Dennis, Gerardi e Schenone in uno studio del 2021, in cui gli autori sostengono di non trovare evidenze empiriche all'ipotesi che la common ownership produca effetti anticoncorrenziali sui prezzi dei biglietti, mettendo in discussione l'efficacia dell'indice HHI delta.

Utilizzando lo stesso database di osservazioni sulle rotte delle linee aeree dal 2001 al 2014, combinato a informazioni dettagliate sulle partecipazioni degli investitori istituzionali, gli autori inizialmente confermano una correlazione positiva tra l'aumento dei prezzi dei biglietti aerei e la misura della common ownership, identificata dal HHI delta. Tuttavia, attraverso una serie di test placebo, utilizzati per verificare la robustezza dei risultati, gli autori dimostrano che tale relazione in realtà è generata dalla variazione delle quote di mercato delle compagnie aeree, incorporata nel HHI delta, piuttosto che dalla variazione proprietaria. Infatti, sia l'indice HHI che l'indice HHI delta, dipendono dalle quote di mercato, rappresentate dalla presenza delle compagnie negli aeroporti di origine e destinazione del volo specifico. Una volta corretta questa endogeneità, il coefficiente HHI delta si riduce perdendo di significatività statistica, permettendo agli autori di dichiarare l'assenza di un nesso causale della common ownership sui prezzi dei biglietti (Dennis, Gerardi, Schenone, 2021).

La critica di Dennis, Gerardi e Schenone non smentisce necessariamente l'assenza di effetti anticoncorrenziali della common ownership ma sottolinea la necessità di misure

meno dipendenti dalle quote di mercato e di strategie empiriche capaci di affrontare in modo più rigoroso il problema dell'endogeneità.

Un secondo filone critico riguarda invece l'impostazione teorica. Il contributo di Azar, Schmalz e Tecu si basa su un'analisi di equilibrio parziale, verificando le implicazioni della common ownership all'interno di un unico settore. Tuttavia, l'aumento della proprietà istituzionale è un fenomeno che coinvolge più settori contemporaneamente, che l'analisi degli effetti della common ownership dovrebbe tenere in considerazione. Infatti, i grandi asset manager sono investitori molto diversificati e possiedono partecipazioni rilevanti in molte imprese operanti in settori differenti.

In questo contesto si posiziona il contributo economico dello stesso Azar e di Vives del 2025, nel quale gli autori sviluppano un modello di equilibrio generale, tenendo in considerazione, oltre che la common ownership all'interno dello stesso settore, anche la common ownership tra settori differenti.

L'obiettivo degli autori è il medesimo dello studio di Azar, Schmalz e Tecu, ossia analizzare gli effetti della common ownership nel settore delle compagnie aeree statunitensi, verificando se effettivamente la sovrapposizione proprietaria comporti un incremento delle tariffe dei biglietti aerei. Per condurre l'analisi, è stato consultato il database DB1B del Bureau of Transportation Statistics, contenente informazioni dettagliate sui prezzi dei biglietti aerei per ciascuna rotta, compagnia e trimestre, in modo da poter calcolare il prezzo medio del biglietto e la quota di passeggeri per ciascuna compagnia in un determinato periodo. La struttura proprietaria è stata ricavata dai Filings 13F, dichiarazioni trimestrali obbligatorie dove gli investitori istituzionali comunicano le loro partecipazioni, e dai proxy statements, utilizzati per ricostruire il potere di voto degli azionisti. In questo modo, gli autori deducono, per ogni trimestre, quali investitori istituzionali possiedono quote in ciascuna compagnia aerea e nelle altre grandi imprese quotate, appartenenti all'indice S&P500. I dati fanno riferimento ad un arco temporale che va dal 2001 al 2019, periodo in cui la proprietà istituzionale ha registrato una forte crescita.

Il modello è un oligopolio multisetoriale in equilibrio generale, nel quale ciascuna impresa massimizza una funzione obiettivo che tiene conto sia dei propri profitti, sia dei profitti delle imprese collegate tramite la proprietà comune, ponderati sulla base della tipologia di proprietà. Infatti, il contributo più rilevante dello studio è distinguere

due componenti differenti della common ownership. In primo luogo, si ha la common ownership intra-settoriale, già presa in considerazione da Azar, Schmalz e Tecu, quando gli stessi investitori detengono partecipazioni rilevanti in più compagnie aeree distinte. Il relativo coefficiente misura quanto ciascuna compagnia valorizza i profitti delle altre collegate, ponderati sulla base della quota di passeggeri che detiene il rivale sulla rotta. In secondo luogo, si ha la componente intersettoriale, che considera i collegamenti proprietari tra le compagnie aeree e altre imprese di settori differenti. Il relativo coefficiente misura quanto ciascuna compagnia internalizza i profitti delle altre imprese non appartenenti al settore aereo, ponderati sulla base dei ricavi di queste imprese. I pesi hanno lo scopo di dare maggiore valenza alle società con market share oppure fatturati maggiori.

I due coefficienti sono distinti ma altamente correlati: infatti, entrambi dipendono dalla struttura proprietaria. Nel caso in cui un investitore istituzionale incrementasse tutte le sue partecipazioni l'effetto si manifesterebbe in entrambi i coefficienti, mentre se aumentasse un'unica partecipazione, l'effetto verrebbe colto solo da uno in base al settore di appartenenza dell'impresa coinvolta. Gli investitori altamente diversificati, come BlackRock, Vanguard e State Street, i cosiddetti Big Three, incidono molto di più sulla componente intersettoriale.

Gli autori sostengono che le due componenti della common ownership abbiano effetti differenti. Quando gli stessi investitori possiedono partecipazioni in più imprese concorrenti, gli incentivi alla competizione si riducono, poiché parte dei profitti dei rivali confluisce comunque agli stessi investitori. L'effetto si manifesta sul mercato attraverso l'incremento delle tariffe. Al contrario, gli investitori molto diversificati potrebbero avere l'incentivo a ridurre i prezzi in un settore per stimolare la domanda anche negli altri. Infatti, i benefici di un settore si diffondono anche nel resto dell'economia.

Attraverso delle regressioni econometriche, gli autori mettono in relazione i prezzi dei biglietti aerei con entrambe le misure della common ownership, confermando le ipotesi. I risultati evidenziano una relazione positiva nel caso di common ownership intra-settoriale, per cui l'aumento della proprietà comune tra compagnie aeree è associata a un incremento delle tariffe, confermando i risultati del contributo precedente. Tuttavia, viene identificata una relazione negativa nel caso di common

ownership intersettoriale, per cui l'aumento della proprietà comune tra imprese di settori differenti riduce le tariffe.

Dunque, l'effetto complessivo della common ownership dipende dall'equilibrio di queste due forze opposte. In un contesto di investitori altamente diversificati, l'effetto pro-competitivo derivante dalla componente intersettoriale può attenuare o addirittura compensare quello anticoncorrenziale intra-settoriale. In questa prospettiva, il lavoro di Azar e Vives contribuisce a riconsiderare il ruolo dei grandi investitori istituzionali: la forte diversificazione dei Big Three può infatti attenuare, o in alcuni casi compensare, gli effetti anticoncorrenziali della common ownership all'interno dello stesso settore.

Capitolo 4

Reti proprietarie e interconnessioni tra amministratori nel settore farmaceutico negli USA

Il presente capitolo è dedicato all'analisi dei meccanismi di connessione aziendale contestualizzati nel settore farmaceutico degli Stati Uniti d'America. Infatti, sia il settore farmaceutico di per sé, sia il mercato statunitense, presentano delle peculiarità che rendono tale scenario particolarmente adatto per valutare come la common ownership e gli interlocking directorates si manifestano in un contesto industriale concreto.

4.1. Struttura e caratteristiche del settore farmaceutico

Nel panorama globale, l'industria farmaceutica occupa un ruolo di particolare rilievo, grazie al contributo essenziale che fornisce al progresso sanitario e allo sviluppo economico mondiale. Per garantire tale progresso, le aziende del settore devono sostenere ingenti investimenti in ricerca e sviluppo. Infatti, il processo di sviluppo di un nuovo farmaco è molto lungo, oneroso e rischioso. Prima dell'emissione sul mercato, le aziende devono rispettare e validare molteplici passaggi, tra cui lo sviluppo del farmaco, una fase estesa di sperimentazione clinica e ricevere l'approvazione dalle autorità regolatorie. Si stima che questo processo richieda in media 7,1 anni e un costo compreso tra i 500 e i 600 milioni di dollari.

Queste caratteristiche determinano elevate barriere all'ingresso, riducendo il numero di imprese in grado di competere nel segmento dei farmaci innovativi. Infatti, il lancio di un nuovo farmaco in un determinato paese è una decisione ben ponderata dall'azienda, che dovrebbe tenere in considerazione fattori di mercato, di impresa e di interazione tra l'impresa e il paese. Le variabili di influenza per l'ingresso sul mercato sono:

- La dimensione del mercato; la numerosità della popolazione e il PIL pro capite rispetto alla richiesta per la classe terapeutica specifica.
- La concorrenza; un elevato livello di concorrenza in un mercato scoraggia i nuovi ingressi. La fedeltà ai vecchi farmaci da parte dei medici prescrittori rende più difficile l'ingresso di nuovi farmaci anche se più innovativi.
- Le regolamentazioni; nei paesi dove sono applicati controlli sui prezzi la probabilità di lancio di un nuovo farmaco è ridotta di circa il 20%.
- L'esperienza in un mercato; aver già avuto un'esperienza in un paese aumenta la probabilità di un secondo lancio per l'impresa, data la conoscenza del regolatore e la reputazione già collezionate. Inoltre, commercializzare nel proprio paese d'origine aumenta la probabilità di lancio di 3,4 volte rispetto a commercializzare in un paese estero.
- La dimensione dell'impresa; essere una multinazionale aumenta la probabilità di ingresso.
- La somiglianza tra paesi; commercializzare in un paese estero vicino geograficamente o con affinità linguistiche rispetto al paese d'origine dell'azienda aumenta la probabilità di ingresso di circa il 50%.
- Le caratteristiche dei concorrenti; le imprese domestiche sono più sensibili alla concorrenza straniera piuttosto che alle altre imprese domestiche.

In aggregato, questi fattori riducono notevolmente la commercializzazione di un nuovo farmaco. Infatti, si stima che solo il 4% delle opportunità di lancio vengano effettivamente sfruttate.

Kyle nel 2006 ha condotto un'analisi sulla commercializzazione dei nuovi farmaci nei principali mercati mondiali, ovvero quelli appartenenti al G7 (Canada, Francia, Regno Unito, Stati Uniti, Germania, Giappone e Italia). Nel ventennio compreso tra il 1980 e il 2000, in questi paesi, sono stati sviluppati 1482 nuovi farmaci appartenenti a 134 classi terapeutiche da parte di 286 imprese. Ogni opportunità di lancio di un nuovo farmaco è stimata come un ingresso in un paese in un determinato anno per una determinata classe terapeutica. In questo modo vengono identificate 86.755 opportunità di ingresso nel periodo e nei paesi considerati, a fronte di 3.445 lanci effettivi, per cui circa il 4%. Questo dato è interpretato negativamente in un settore così

importante per il benessere sociale mondiale, riducendo l'accesso all'innovazione (Kyle, 2006).

Le aziende che si occupano di innovazione farmaceutica sono definite “aziende di marca”, cruciali per il progresso nel settore medico e per la salute mondiale. Ma non sono le uniche; infatti, all'interno dell'industria farmaceutica coesistono due tipologie di imprese: le brand firms e le generic firms. Queste ultime producono delle repliche bioequivalenti rispetto ai farmaci di marca che vengono immessi sul mercato una volta scaduta la protezione brevettuale. Per tale ragione, l'industria farmaceutica globale è altamente frammentata: esistono migliaia di piccole imprese ma solo alcune centinaia si occupano dello sviluppo di nuovi farmaci. Sono infatti circa quaranta le imprese multinazionali che dominano il settore e sono responsabili di circa la metà di tutti i farmaci disponibili a livello globale, rendendo il mercato dei farmaci innovativi altamente concentrato.

Le brand firm devono sostenere elevati investimenti in ricerca e sviluppo per immettere sul mercato un nuovo farmaco. Al contempo, una volta ottenuta l'approvazione dall'ente regolatore e la protezione brevettuale, le imprese possono godere di un potere di mercato significativo per l'intera durata del brevetto, di circa un ventennio. Tuttavia, alla scadenza dei diritti di esclusività si apre la strada all'ingresso dei produttori di farmaci generici con effetti rilevanti sul profitto e sulle quote di mercato delle brand firm, che misurano cali drastici nei ricavi fino al 90%.

4.1.1. Peculiarità del mercato statunitense

Il mercato farmaceutico statunitense presenta una serie di peculiarità che lo distinguono nettamente rispetto a quello degli altri paesi avanzati, rendendolo un contesto particolarmente rilevante per l'analisi delle dinamiche concorrenziali e delle connessioni tra imprese.

In primo luogo, gli Stati Uniti rappresentano il più grande mercato farmaceutico a livello globale, con un fatturato annuo di circa 97 miliardi di dollari: sono il paese d'origine di oltre un quarto di tutti i farmaci commercializzati a livello globale e vi

risiedono circa 80 aziende che sviluppano 420 farmaci. Tale dimensione conferisce alle imprese operanti in questo mercato un ruolo centrale nelle strategie globali di ricerca, sviluppo e commercializzazione. Inoltre, le spese sanitarie rappresentano oltre il 13% del prodotto interno lordo (PIL) e la quota di vendite farmaceutiche sulla spesa sanitaria totale vale circa il 4%. Nel 2012 la spesa per farmaci da prescrizione superava i 300 miliardi di dollari, con un notevole incremento dopo l'inizio del nuovo secolo, collocandosi tra le più elevate al mondo. In questo contesto, la commercializzazione dei farmaci generici svolge un ruolo cruciale nel contenimento dei costi sanitari, generando risparmi cumulati ai consumatori dell'ordine del trilione di dollari tra il 2001 e il 2012 (GAO, 2012).

In secondo luogo, negli Stati Uniti non vi è un meccanismo centralizzato di negoziazione dei prezzi dei farmaci. Al contrario di molti paesi europei, dove i prezzi sono regolati da autorità pubbliche, negli Stati Uniti il prezzo dei farmaci è determinato dall'interazione tra imprese farmaceutiche, assicurazioni private, pharmacy benefit managers (PBM) e programmi pubblici. Questo sistema frammentato contribuisce a una maggiore dispersione dei prezzi e, spesso, a livelli più elevati delle tariffe rispetto ad altri mercati comparabili.

Il ruolo della regolamentazione è svolto dalla FDA, Food and Drug Administration, un ente governativo che esercita un controllo rigoroso sulle fasi di sperimentazione clinica del farmaco e sull'approvazione degli stessi per consentire l'ingresso sul mercato. Lo scopo della FDA è garantire una elevata qualità dei prodotti commercializzati, limitando il più possibile potenziali effetti negativi sulla salute dei consumatori. Al contempo, tali controlli comportano elevati costi per le imprese e l'estensione delle tempistiche di sviluppo, rafforzando le barriere all'ingresso e favorendo la concentrazione del mercato dei prodotti innovativi in un numero limitato di imprese.

Infine, il mercato statunitense è caratterizzato da un'elevata presenza di investitori istituzionali e interconnessione tra imprese, come testimonia la letteratura citata fin dal primo capitolo. Le grandi imprese farmaceutiche quotate presentano assetti proprietari fortemente frammentati ma dominati da pochi grandi gestori patrimoniali, mentre i consigli di amministrazione presentano frequentemente connessioni. La combinazione di elevata concentrazione industriale, forte regolamentazione per l'ingresso sul mercato, un controllo sulle tariffe relativamente debole e protezioni brevettuali che

costituiscono mercati monopolistici per periodi prolungati, rende il settore farmaceutico statunitense un contesto particolarmente adatto per analizzare le implicazioni della common ownership e degli interlocking directorates sulla strategia e sulla concorrenza di un settore di grande rilevanza per il benessere sociale.

4.1.2. Hatch-Waxman Act e controversie

L'attuale quadro normativo che coinvolge il settore farmaceutico negli Stati Uniti è delineato dal Drug Price Competition and Patent Term Restoration Act del 1984, informalmente noto come il Hatch-Waxman Act. Questa normativa presenta al suo interno un trade-off: da un lato accelera il percorso di sviluppo e approvazione da parte della FDA per l'ingresso sul mercato dei farmaci generici, dall'altro estende la protezione brevettuale dei farmaci innovativi per compensare le aziende innovatrici del tempo perso in attesa della protezione della FDA. Lo scopo del Hatch-Waxman Act è duplice per conciliare due obiettivi della politica in conflitto: da un lato fornisce alle imprese di marca l'incentivo a proseguire la ricerca innovativa e sviluppare nuovi farmaci, dall'altro migliora il benessere del consumatore consentendo alle generic firms di immettere sul mercato più rapidamente versioni più convenienti dello stesso principio attivo.

Il processo di approvazione di un nuovo farmaco è molto lungo. L'impresa innovatrice deve inizialmente presentare una New Drug Application (NDA) per l'approvazione da parte della FDA, che, a sua volta, è obbligata per legge a identificare tutte le tecnologie costituenti del farmaco che richiedono la protezione brevettuale. Successivamente tali brevetti vengono registrati nell'Orange Book della FDA. Dopo aver ricevuto l'approvazione del farmaco, l'impresa innovatrice viene risarcita del tempo richiesto per tale procedura e la durata del brevetto viene ripristinata. Inoltre, la FDA concede a ciascun nuovo farmaco una protezione "data exclusivity" della durata di cinque anni con effetto parallelo rispetto alla protezione brevettuale. Durante questo periodo, indipendentemente dallo stato del brevetto, vi è esclusività dei dati per cui nessun

farmaco generico può fare l'ingresso sul mercato. Al termine del “data exclusivity” rimane in vigore la “market exclusivity” fino alla scadenza di tutti i brevetti.

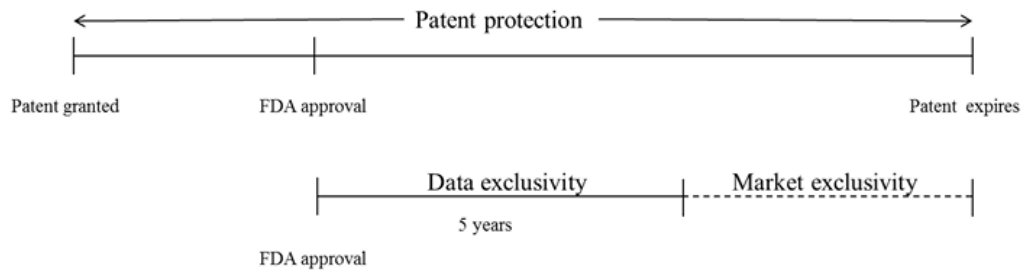


Figura 1: protezione e innovazione nel settore farmaceutico (FTC, 2002)

La Figura 1 evidenzia come la protezione brevettuale entra in vigore ben prima che il farmaco ottenga l'approvazione da parte della FDA, momento in cui il farmaco può attuare l'ingresso sul mercato. Pertanto, i ricavi derivanti dal farmaco specifico per l'impresa farmaceutica hanno inizio in una fase successiva rispetto all'avvio della protezione brevettuale.

Nel periodo precedente al Hatch-Waxman Act, i produttori di farmaci generici dovevano dimostrare l'efficacia e la sicurezza dei propri farmaci attraverso sperimentazioni cliniche prima della commercializzazione. Nonostante l'esito di tali prove non presentasse l'incertezza tipica dei farmaci innovativi, i costi associati e le tempistiche richieste fornivano un grande disincentivo alle imprese. Infatti, le imprese produttrici di farmaci generici operano in fasce di prezzo inferiori rispetto ai farmaci innovativi, per cui difficilmente riuscivano a rientrare dell'investimento. Per tale ragione vi erano molti farmaci privi di protezione brevettuale senza alcuna versione generica.

L'entrata in vigore della normativa ha eliminato tale obbligo: i farmaci generici non necessitano più di sperimentazioni cliniche, bensì, è sufficiente dimostrare la bioequivalenza rispetto ai prodotti di marca. Inoltre, le esenzioni Bolar, presenti nella normativa, consentono ai produttori di farmaci generici di condurre ricerche bioequivalenti prima che il brevetto dei farmaci di marca raggiunga la scadenza. Il

processo di approvazione di un farmaco generico negli Stati Uniti prevede l'esibizione dell'Abbreviated New Drug Application (ANDA) alla FDA, accompagnata da una certificazione sullo stato brevettuale del farmaco di marca a cui è affine.

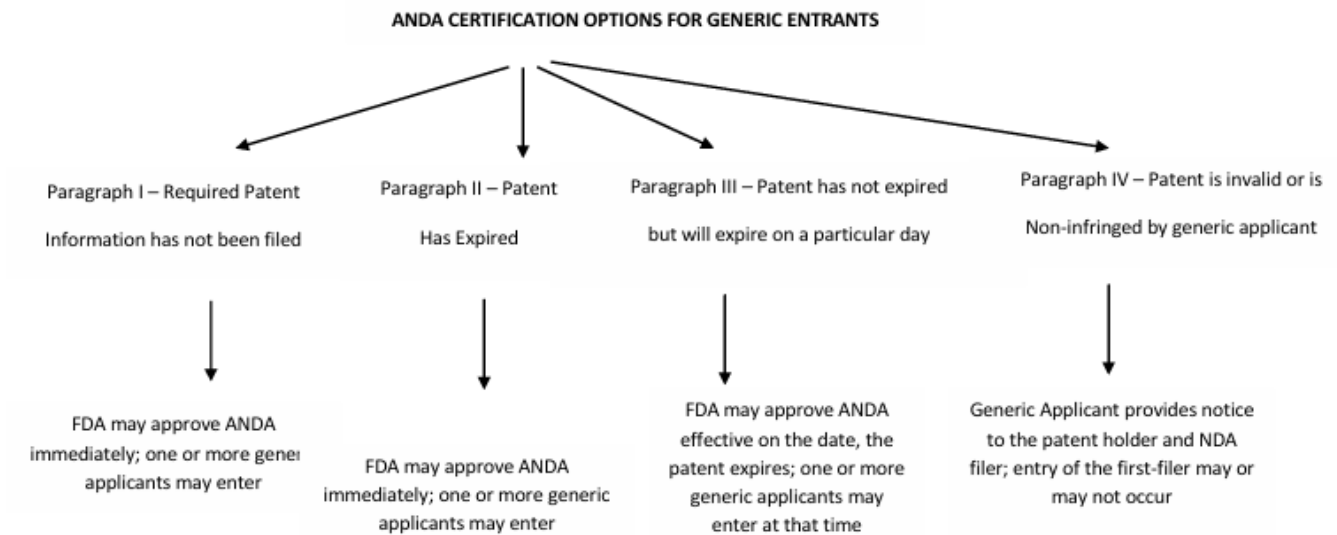


Figura 2: opzioni di certificazione brevettuale ANDA per i produttori di farmaci generici (FTC, 2002)

La Figura 2 mostra i quattro percorsi possibili:

- Se l'impresa innovatrice non ha richiesto alcun brevetto, la FDA, dopo aver verificato la veridicità del ANDA, può approvare immediatamente il farmaco generico, che può attuare l'ingresso sul mercato.
- Se i brevetti dell'impresa innovatrice sono giunti a scadenza, il procedimento è simile rispetto al caso precedente.
- Se i brevetti dell'impresa innovatrice hanno ancora valenza, l'impresa produttrice del farmaco generico può presentare la ANDA alla FDA, che verifica la veridicità del contenuto, e può approvare la commercializzazione a partire dalla data di scadenza dell'esclusività di mercato.
- Pur ancora in vigore la protezione brevettuale del farmaco di marca, l'azienda produttrice di generici può contestare la validità di tale protezione o dichiarare di non infrangere nessun brevetto. Tali contestazioni possono essere esaminate dalla FDA solo dopo il periodo di esclusività dei dati. Se le contestazioni delle

generic firms hanno successo, il farmaco generico può fare l'ingresso sul mercato, riducendo la durata effettiva del brevetto del farmaco innovativo.

Alla fine degli anni 2000 le richieste di approvazione del ANDA della quarta tipologia rappresentavano oltre il 40% di tutte le richieste (Federal Trade Commission, 2002)

Bransteletter, Chatterjee e Higgins, nel 2014, analizzano l'effetto dell'ingresso sul mercato dei farmaci generici sull'innovazione farmaceutica. Infatti, mentre da un lato la diffusione di farmaci generici genera dei benefici ai consumatori finali per la riduzione dei prezzi dei prodotti, dall'altro riduce gli incentivi delle imprese farmaceutiche a investire per la produzione di nuovi farmaci.

Attraverso l'analisi di un campione di 70 grandi imprese farmaceutiche, operanti negli Stati Uniti tra il 1998 e il 2010, gli autori confermano le ipotesi, identificando una relazione negativa tra l'ingresso dei generici e il livello di attività innovativa. In particolare, l'aumento del 10% di penetrazione del mercato da parte dei prodotti generici è associato a una riduzione del 7,3% delle innovazioni nelle fasi iniziali dello stesso mercato. L'effetto risulta più contenuto in mercati terapeutici di dimensioni maggiori, dove la riduzione delle attività innovative si assesta sul 2,2%. Tuttavia, negli stessi mercati, un aumento di sfide brevettuali della quarta tipologia (nell'elenco soprastante) comporta una riduzione dell'innovazione maggiore, del 3,9%. Questo dato suggerisce che la minaccia di ingresso anticipato dei generici influenza negativamente le decisioni di sviluppo.

Gli autori evidenziano che l'aumento della competizione da parte dei farmaci generici induce le imprese a modificare la direzione dell'innovazione, spostando la ricerca da farmaci chimici verso i farmaci biologici. Tale scelta è giustificata dal fatto che i farmaci biologici godono di protezioni brevettuali più durature e sono soggetti a livelli di concorrenza inferiore (Bransteletter, Chatterjee, Higgins, 2014).

4.2. Common Ownership e Interlocking Directorates nel settore farmaceutico negli USA

Il settore farmaceutico statunitense rappresenta un contesto particolarmente rilevante per l'analisi delle common ownership e degli interlocking directorates poiché combina molteplici aspetti trattati nel capitolo precedente. Infatti, vi operano poche grandi imprese che dominano il settore, ci sono elevate barriere all'ingresso a causa degli ingenti investimenti in ricerca e sviluppo necessari per la realizzazione di un nuovo farmaco e la protezione brevettuale costituisce mercati monopolistici per periodi prolungati. Queste caratteristiche rendono il settore particolarmente sensibile ai meccanismi di connessione tra imprese.

Banal-Estanol, Newham e Seldeslachts conducono uno studio nel 2020 in cui analizzano la rete di connessioni tra imprese derivante dalla common ownership nel settore farmaceutico statunitense e le sue implicazioni sul mercato. Attraverso un campione di 157 imprese farmaceutiche attive nel territorio statunitense tra il 2004 e il 2014, gli autori conducono una network analysis volta a osservare l'evoluzione delle reti proprietarie nel decennio indicato. Si verifica una connessione tra due imprese quando lo stesso investitore detiene una partecipazione rilevante in entrambe le imprese, pari ad almeno il 5% del capitale. Le informazioni sulla struttura proprietaria delle imprese sono state ricavate dal Thomson Global Ownership Database, che fornisce dati dettagliati sull'azionariato delle imprese quotate a livello mondiale, mentre la classificazione delle imprese in base alla tipologia di farmaco commercializzato, innovativo o generico, è stata effettuata mediante l'Orange Book della Food and Drug Administration (FDA).

Attraverso la network analysis, gli autori hanno mappato le relazioni di proprietà comune tra le imprese farmaceutiche del campione, identificando quelle maggiormente coinvolte nei common ownership links. Si ha una connessione tra due imprese quando vi è un investitore che possiede una quota rilevante, maggiore del 5%, in entrambe le imprese. I risultati mostrano le connessioni tra le imprese di marca sono aumentate in modo cospicuo: mentre nel 2004 le brand firms risultavano piuttosto indipendenti tra loro, nel 2014 si registra un incremento notevole delle connessioni, coinvolgendo quasi la totalità delle imprese innovative. Alcune delle maggiori imprese, ad esempio

Johnson & Johnson e Pfizer, diventano nodi centrali della rete; nel 2014 BlackRock, dopo aver acquisito Barclays Global Investors nel 2009, era il principale azionista delle tre maggiori aziende farmaceutiche statunitensi: Johnson & Johnson, Pfizer e Merck.

Johnson & Johnson			
2004		2014	
State Street Global	5%	BlackRock	6%
Barclays Global Investors	4%	BlackRock	6%
Fidelity Investments	3%	State Street Global	5%
Robert Wood Johnson Foundation	2%	Royal Bank of Canada	2%
Vanguard Group	2%	Fidelity Investments	2%
Merck & Co			
2004		2014	
Barclays Global Investors	4%	BlackRock	6%
State Street Global	3%	Capital Word Investors	6%
Fidelity Investments	3%	Wellington Management	5%
Vanguard Group	2%	Vanguard Group	5%
Capital Group	2%	State Street Global	4%
Pfizer			
2004		2014	
Fidelity Investments	4%	BlackRock	7%
Barclays Global Investors	4%	Vanguard Group	5%
State Street Global	3%	State Street Global	4%
Vanguard Group	2%	Capital Word Investors	2%
Wellington Management	2%	Wellington Management	2%

Tabella 4: primi cinque investitori nelle maggiori aziende brand (Newham, Seldeslachts e Banal-Estanol, 2020)

Permangono tuttavia alcune eccezioni, come nel caso di Roche e Novartis, che occupano posizioni più periferiche all'interno della rete, sintomo della presenza di azionisti di controllo stabili e non comuni. L'aumento della centralità media delle imprese innovative accompagnata da una crescente dispersione, suggerisce che il potere di influenza all'interno della rete non è distribuito in maniera uniforme. Solamente alcune imprese diventano nodi particolarmente rilevanti, comportando una concentrazione del potere decisionale in un numero ristretto di grandi player, con potenziali implicazioni per il coordinamento strategico e la concorrenza.

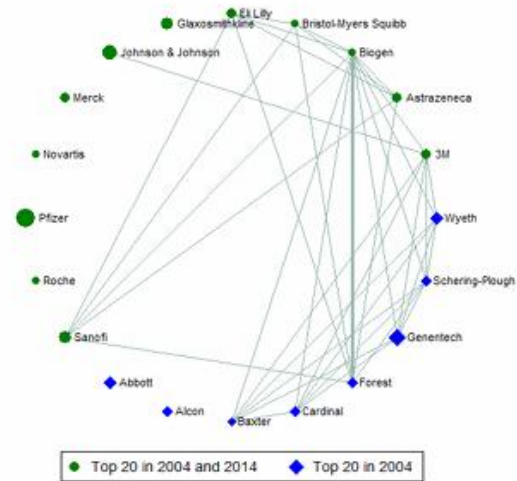


Figura 3: Common Owership network delle 20 maggiori brand firm nel 2004 (Newham, Seldeslachts e Banal-Estanol, 2020)

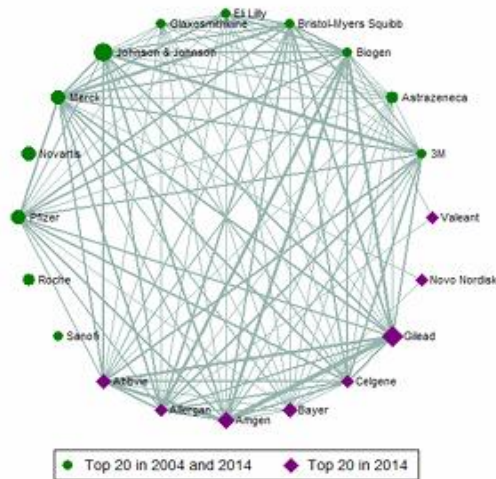


Figura 4: Common Owership network delle 20 maggiori brand firm nel 2014 (Newham, Seldeslachts e Banal-Estanol, 2020)

Al contrario, le imprese produttrici di generici registrano una riduzione delle connessioni nel periodo considerato. Sebbene alcuni investitori istituzionali detengano partecipazioni rilevanti in questa categoria di imprese, queste risultano generalmente concentrate in un numero limitato di imprese e non danno luogo a una rete di common ownership altrettanto densa.

Endo International			
2004		2014	
Kelso & Company	66%	Capital Group	10%
Black Diamond Capital	8%	Janus Capital Group	9%
Royce & Associates	6%	BlackRock	7%
Barclays Global Investors	4%	Vanguard Group	6%
Fidelity Investments	3%	Blue Ridge Capital	4%
Perrigo			
2004		2014	
Wellington Management	13%	BlackRock	7%
Royce & Associates	10%	Vanguard Group	6%
Jandernoa	9%	Fidelity Investments	5%
Barclays Global Investors	7%	Sate Street Global	4%
Perkins Investment	6%	Wellington Management	3%
Sun Pharmaceutical			
2004		2014	
J.P. Morgan Chase	27%	Shanghvi	11%
ABF Espana Gestion	14%	Viditi Investment	10%
Arisaig Partners	14%	Tejaskiran Phamachem Industries	9%
Aberdeen Asset Management	14%	Family Investment	9%
HDFC Asset Management	4%	Quality Investment	9%

Tabella 5: primi cinque investitori nelle maggiori aziende generiche (Newham, Seldeslachts e Banal-Estanol, 2020)

Della Tabella 5, emergono maggiori cambiamenti nella struttura proprietaria delle imprese generiche rispetto alle imprese brand (Tabella 4) nel periodo considerato. L'identità e l'entità delle partecipazioni detenute dai primi cinque azionisti nel 2004 sono molto differenti rispetto allo scenario del 2014. Infatti, si osserva che nel 2004 il maggiore azionista in ciascuna delle tre imprese generiche deteneva una quota considerevole; ad esempio, Kelso & Company possedeva una partecipazione del 66% in Endo nel 2004, mentre, dieci anni dopo, l'azienda registra una composizione proprietaria più simile a quella delle imprese di marca. Questo fenomeno, tuttavia, è concentrato in un numero limitato di imprese; nel caso di Sun Pharmaceutical l'identità dei primi cinque investitori risulta molto diversa da quella dei principali investitori delle imprese di marca.

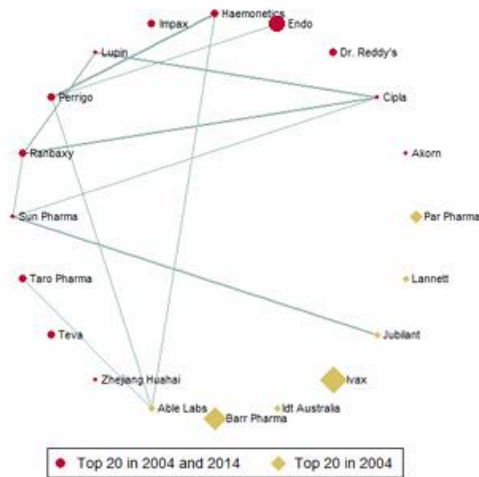


Figura 5: Common Owership network delle 20 maggiori generic firm nel 2004 (Newham, Seldeslachts e Banal-Estanol, 2020)

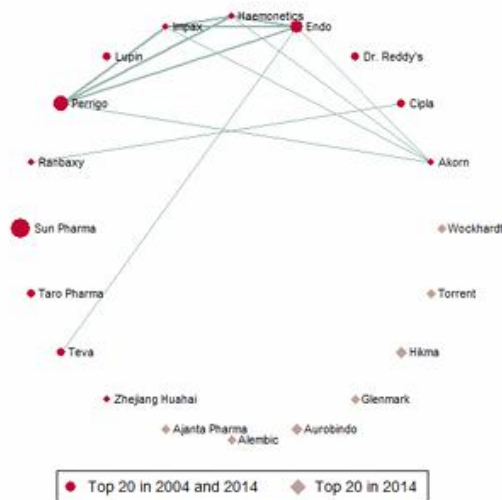


Figura 6: Common Owership network delle 20 maggiori generic firm nel 2014 (Newham, Seldeslachts e Banal-Estanol, 2020)

Di particolare rilievo, è l'incremento delle connessioni tra aziende di marca e aziende produttrici di farmaci generici. Mentre nel 2004 gli autori non riscontrano legami significativi tra queste tipologie di imprese, nel 2014 emerge una rete di collegamenti molto più densa, in cui molte imprese innovative risultano connesse ad un numero elevato di imprese generiche. Aziende come Perrigo e Impax occupano un ruolo centrale all'interno di tale rete. Questo risultato è interpretato negativamente dagli

autori: la common ownership può avere l'incentivo a ostacolare o ritardare l'ingresso dei farmaci generici sul mercato per tutelare i profitti delle imprese innovative appartenenti al loro portafoglio di investimenti. Infatti, l'ingresso di un farmaco generico sul mercato riduce notevolmente i ricavi dell'impresa di marca, che registra cali fino al 90%. La riduzione di prodotti generici sul mercato consente alle imprese di marca di mantenere livelli di prezzo più elevati, con conseguenze negative sul benessere dei consumatori finali (Banal-Estanol, Newham e Seldeslachts, 2020).

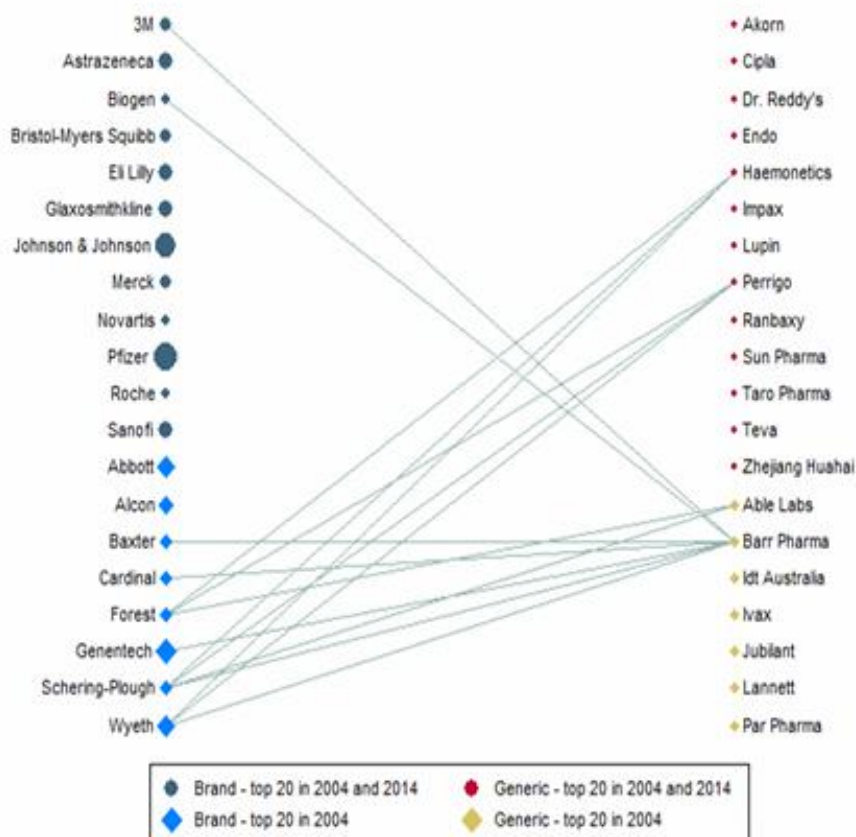


Figura 7: Common Owership network tra aziende brand e generic nel 2004 (Newham, Seldeslachts e Banal-Estanol, 2020)

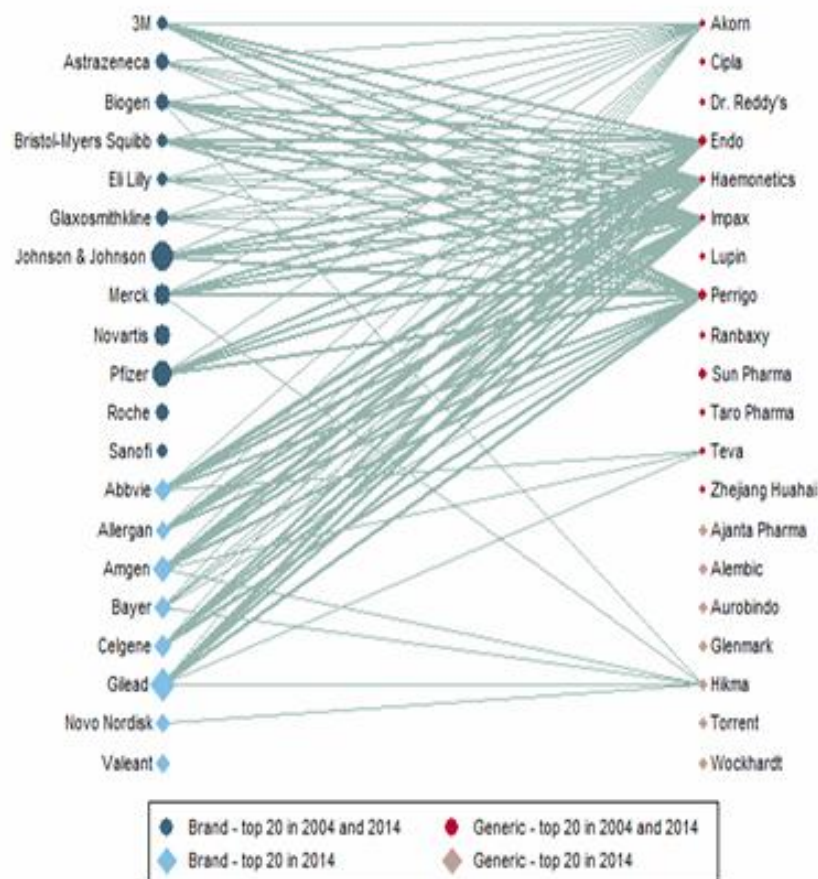


Figura 8: Common Owership network tra aziende brand e generic nel 2014 (Newham, Seldeslachts e Banal-Estanol, 2020)

Il contributo appena citato fornisce una mappatura dettagliata delle reti di proprietà comune nel settore farmaceutico statunitense, evidenziando come tali legami si siano intensificati negli anni, in particolare tra le aziende di marca, che si occupano dello sviluppo di farmaci innovativi, e le imprese che producono farmaci generici alla scadenza delle protezioni brevettuali. Tuttavia, tale analisi rimane di carattere descrittivo e non consente di identificare un nesso causale tra l'incremento delle connessioni e le implicazioni sulle decisioni strategiche. In questo scenario si inserisce un contributo successivo degli stessi autori, Newham, Seldeslachts e Banal-Estanol, pubblicato cinque anni dopo, dove tale lacuna viene colmata.

Nel contributo letterario del 2025, i tre autori precedenti analizzano l'effetto della proprietà comune sulla decisione di ingresso dei farmaci generici nei mercati farmaceutici statunitensi alla scadenza delle protezioni brevettuali. Tale decisione

strategica è irreversibile e ha effetti rilevanti sui mercati precedentemente monopolizzati dalle imprese di marca. Infatti, l'ingresso di un farmaco generico comporta importanti riduzioni dei ricavi dell'impresa innovatrice, fino a cali del 90%, generando forti incentivi a limitare o ritardare l'ingresso. In presenza di sovrapposizione proprietaria tra le due classi di imprese, tali incentivi possono essere internalizzati dagli investitori comuni, influenzando la decisione di ingresso dell'impresa generica, con effetti rilevanti sulla riduzione del grado di concorrenza nel mercato.

Inizialmente, gli autori presentano uno scenario in cui un'impresa generica, soggetta a connessione proprietaria con l'impresa brand, valuta la decisione di ingresso sul mercato. Tale decisione è condizionata sia dai profitti attesi dettati dal farmaco generico, sia dalle perdite potenziali subite dall'impresa di marca. La common ownership, avendo partecipazioni in entrambe, induce i decisori a tenere in considerazione i profitti congiunti delle due imprese. Con l'aumento della common ownership, cresce rapidamente il peso associato alle perdite dell'impresa brand, rendendo l'ingresso del farmaco meno conveniente anche a fronte di profitti individuali positivi per l'impresa generica.

L'analisi empirica utilizza un campione di oltre 34.000 osservazioni relative a coppie di imprese, brand e generiche, operanti in 395 mercati farmaceutici. Il periodo temporale e le fonti dei dati sono le medesime dello studio precedente. L'ingresso di un farmaco generico sul mercato è definito a partire dall'approvazione della FDA entro diciotto mesi dalla scadenza della protezione brevettuale del farmaco di marca, arco temporale che cattura la maggior parte delle entrate osservate.

I risultati mostrano una relazione negativa tra l'incremento della common ownership e la probabilità di ingresso sul mercato del farmaco generico. In particolare, l'aumento di una deviazione standard della proprietà comune tra le due tipologie di imprese riduce la probabilità di ingresso del farmaco generico dal 13% al 16% rispetto alla probabilità media. L'effetto negativo è maggiore in presenza di partecipazioni di investitori comuni più significative oppure in mercati di dimensioni maggiori.

In conclusione, l'aumento della sovrapposizione proprietaria tra le imprese di marca e le imprese produttrici di generici aumenta le barriere all'ingresso per i farmaci generici, riducendo il numero di entranti oppure tardando l'ingresso sul mercato.

Conseguentemente, il grado di concorrenza a livello di mercato è ridotto (Newham, Seldeslachts e Banal-Estanol, 2025).

Parallelamente al fenomeno della common ownership, anche gli interlocking directorates sono stati oggetto di analisi nel contesto farmaceutico. Negli Stati Uniti d'America è in vigore una normativa dal 1914, il Clayton Antitrust Act, che vieta la presenza simultanea dello stesso soggetto nei consigli di amministrazione di imprese concorrenti. Come testimonia la letteratura precedentemente citata, tale divieto è spesso infranto.

Manjunath, Kahrobai, Lemley e Kumar nel 2024, analizzano il fenomeno delle sovrapposizioni nei consigli di amministrazione nel settore del life science negli Stati Uniti, all'interno del quale rientra anche l'industria farmaceutica. Nel particolare, lo studio esamina le sovrapposizioni potenzialmente illegali tra imprese concorrenti, vietate secondo la normativa statunitense. Gli autori conducono una network analysis su un campione di 2.241 imprese quotate negli Stati Uniti operanti nel settore del life science tra il 2000 e il 2020, utilizzando informazioni dettagliate sulla composizione dei consigli di amministrazione, ricavate dai proxy Statement depositati presso la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).

All'interno di un mercato, la formazione di consigli di amministratori interconnessi può avvenire per molteplici ragioni. Gli interlocking directorates possono derivare da relazioni personali pregresse, ad esempio precedenti rapporti professionali, oppure dalla limitata disponibilità di individui dotati delle competenze richieste. Tali fattori sono in parte connessi; spesso le persone qualificate per ricoprire il ruolo di amministratore all'interno del consiglio di un'impresa acquisiscono le competenze necessarie presso aziende dello stesso settore. Nel settore delle life science, questa dinamica risulta particolarmente rilevante, in quanto le imprese richiedono competenze specifiche rare, indispensabili per guidare lo sviluppo di prodotti innovativi attraverso le fasi di sperimentazione clinica fino all'immissione sul mercato.

I risultati dell'analisi mostrano che, nonostante il divieto in vigore, i consigli di amministrazione interconnessi sono ampiamente diffusi e in costante aumento. In ciascun periodo considerato, tra il 10% e il 20% delle imprese del campione condivide almeno un amministratore e il numero medio di interlocking directorates è più che triplicato tra il 2000 e il 2020, costituendo una rete progressivamente più densa e

complessa. Inoltre, gli amministratori interconnessi presentano mandati significativamente più duraturi rispetto ai colleghi che non risiedono in altri boards, suggerendo una maggiore capacità di influenzare le decisioni strategiche delle imprese coinvolte. Il Clayton Act prevede esenzioni solo per imprese che non superano una determinata soglia di fatturato, pari a 4,1 milioni di dollari. Gli autori evidenziano che, nel periodo considerato, il numero di imprese che superano tale soglia e presentano interlocking directorates è più che raddoppiato e che nel 2020 oltre il 50% delle imprese con ricavi superiori alla soglia prevista per legge risultava coinvolto in almeno un interlock. Tali risultati suggeriscono che una quota rilevante del settore del life science si trova in condizioni di non conformità rispetto alla normativa antitrust con possibili implicazioni negative per il livello di concorrenza (Manjunath, Kahrobai, Lemley e Kumar, 2024).

La letteratura sulla common ownership evidenzia come la sovrapposizione proprietaria tra imprese innovative e imprese produttrici di prodotti generici si sia intensificata nel tempo, dando luogo a reti di imprese sempre più dense e strutturate. I risultati evidenziano che tali connessioni incidono negativamente sulle decisioni strategiche di ingresso dei farmaci generici, limitandone o tardandone l'accesso. In questo modo la common ownership contribuisce ad aumentare le barriere all'ingresso e a ridurre il grado di concorrenza sul mercato, con potenziali effetti negativi sui prezzi e sul benessere dei consumatori. Infatti, in assenza di concorrenza da parte dei farmaci generici, le aziende brand possono continuare a commercializzare i propri farmaci sullo stesso livello di prezzo consentito dalla protezione brevettuale. Allo stesso modo, la letteratura sugli interlocking directorates evidenzia come le sovrapposizioni nei consigli di amministrazione siano diffuse nonostante il divieto in vigore. La maggior durata dei mandati e le reti di connessioni possono favorire la circolazione di informazioni sensibili e il coordinamento della strategia aziendale, rafforzando ulteriormente i meccanismi di attenuazione della concorrenza.

L'analisi del settore farmaceutico statunitense conferma e rafforza le evidenze emerse nel secondo capitolo circa il ruolo protagonista dei meccanismi di connessione tra imprese nell'influenzare le dinamiche concorrenziali del settore. Il settore farmaceutico è rappresentativo in quanto caratterizzato da elevata concentrazione industriale, forti barriere all'ingresso, intensa attività di ricerca e sviluppo e protezioni brevettuali di lunga durata. In un settore di primaria importanza per il benessere

sociale, questi risultati evidenziano un malfunzionamento dell'attività regolatoria odierna.

Conclusioni

Il presente elaborato è stato redatto con lo scopo di analizzare i fenomeni della common ownership e degli interlocking directorates, attraverso una rassegna della letteratura teorica ed empirica disponibile. Tali fenomeni sono stati interpretati come meccanismi di connessione tra aziende, approfondendone le principali implicazioni sul mercato e sull'impresa. L'analisi ha mostrato come tali fenomeni possano incidere sull'intensità della concorrenza, sulla corporate governance e sulle decisioni strategiche dell'impresa, riducendo l'autonomia decisionale della singola impresa. Inoltre, la maggior parte della letteratura analizza i due fenomeni all'interno del medesimo contesto industriale, all'interno del quale si manifestano principalmente tali effetti.

L'analisi della letteratura evidenzia risultati eterogenei. Da un lato, numerosi contributi documentano l'effetto potenzialmente anticoncorrenziale della common ownership e degli interlocking directorates, associandoli alla riduzione della competizione all'interno dei mercati dei prodotti, all'incremento dei prezzi e a incentivi manageriali più allineati alle performance di settore piuttosto che a quelle della singola impresa. Dall'altro lato, alcuni studi mettono in risalto possibili benefici, quali l'effetto disciplinante nei confronti della governance oppure una maggiore stabilità degli investimenti. La divergenza dei risultati è spesso spiegata attraverso applicazioni settoriali differenti oppure attraverso le metodologie adottate.

Il caso delle U.S. Airlines ha confermato la complessità dell'identificazione di tali effetti. Infatti, parte della letteratura supporta una relazione tra la crescente sovrapposizione proprietaria degli investitori istituzionali e l'aumento dei prezzi dei biglietti, mentre altri studiosi mettono in discussione tale relazione, evidenziando possibili limiti metodologici oppure teorici. Inoltre, l'effetto può variare a seconda del settore di appartenenza delle imprese coinvolte: nel caso in cui le imprese appartengano allo stesso settore, l'effetto economico negativo è confermato, mentre se le imprese appartengono a settori differenti vengono identificati potenziali effetti pro-concorrenziali.

Attraverso l'applicazione nel settore farmaceutico, è stato possibile osservare come tali effetti si manifestino in un contesto caratterizzato da forte concentrazione proprietaria,

elevate barriere all'ingresso, forte rilevanza dell'innovazione e prolungata protezione brevettuale. L'evidenza settoriale dimostra che la sovrapposizione proprietaria e degli amministratori tra imprese di marca e imprese che producono farmaci generici incide sulle decisioni di ingresso di questi ultimi, riducendo il grado di concorrenza nei mercati terapeutici. Questo effetto ha conseguenze negative sui prezzi e sul benessere dei consumatori.

Nel complesso, le conseguenze dei meccanismi di connessione tra imprese discusse in questo elaborato evidenziano la necessità di un maggiore approfondimento da parte delle autorità antitrust, oltre le forme tradizionali ed esplicite di coordinamento tra imprese. Infatti, la letteratura analizzata spesso sollecita l'attenzione di questi enti, principalmente concentrati sulle fusioni piuttosto che sulle strutture proprietarie e sulle sovrapposizioni nei board. In questo contesto economico caratterizzato da una crescente interconnessione tra imprese e da una forte concentrazione della proprietà nelle mani di pochi grandi investitori istituzionali, comprendere gli effetti della common ownership e degli interlocking directorates rappresenta una sfida centrale per la ricerca economica e per le autorità antitrust, per garantire il corretto funzionamento dei mercati.

Bibliografia

Anton, M., Ederer, F., Gine, M., & Schmalz, M. C. (2022). Common Ownership, competition and top manager incentives. *Journal of Political Economy*, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper No. 511/2017. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2802332.

Azar, J., Schmalz, M. C., & Tecu, I. (2018). Anticompetitive Effects of Common Ownership. *Journal of Finance*, 73(4), 2018. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2427345.

Azar, J., & Vives, X., (2025). Revisiting the Anticompetitive Effects of Common Ownership. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 827/2022. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3805047.

Banal-Estanol, A., Newham, M., & Seldeslachts, J. (2020). Common Ownership in the US Pharmaceutical Industry: A Network Analysis. Barcelona GSE Working Paper Series, Working Paper N. 1216. <https://bw.bse.eu/wp-content/uploads/2020/11/1216-file.pdf>.

Banal-Estanol, A., Seldeslachts, J., & Vives, X. (2022). Ownership Diversification and Product Market Pricing Incentives. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 858/2022. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4282394.

Barone, G., Schivardi, F., & Sette, E. (2022). Interlocking Directorates and Competition in banking. *Quaderni – Working Paper DSE* No. 1173. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4153387.

Bindal, S. (2022). When does common ownership matter?. Working paper on SSRN (Social Science Research Network). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4009316.

Branstetter, L., Chatterjee C., & Higgins, M. J. (2014). Generic Entry and the Incentives for Early-Stage Pharmaceutical Innovation. *Research Policy*, Vol. 51, Issue 10.

https://www.nber.org/system/files/working_papers/w20532/revisions/w20532.rev0.pdf.

Dennis, P. J., Gerardi, K. & Schenone, C. (2021). Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry. *Journal of Finance*, Forthcoming. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3063465#.

Dooley, P. C. (1969). The interlocking Directorates. *The American Economic Review*, Vol. 59. <https://www.jstor.org/stable/1808960>.

Edmans, A. (2018). Governance Under Common Ownership. *Review of Financial Studies*, Forthcoming. European Corporate Governance Institute (ECGI) – Financial Working Paper No. 437/2014. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2482935.

Elhauge, E. (2019). The causal mechanisms of horizontal shareholding. Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper No. 1003. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3370675.

Federal Trade Commission, 2002. Generic entry prior to patent expiration: FTC study. U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., July.

Fich, E. M. & Shivdasani, A. (2004). Are Busy Boards Effective Monitors?. (ECGI) – Finance Working Paper No. 55/2004; AFA 2005 Philadelphia Meetings. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=607364.

Field, L., Lowry, M. & Mkrtchyan, A. (2013). Are busy boards detrimental?. *Journal of Financial Economics* 109. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X13000470>.

General Accounting Office, 2012. Research on Savings from Generic Drug Use. GAO-12-371R. <http://www.gao.gov/assets/590/588064.pdf>

Granovetter, M. (1985). Economic action and social structure: the problem of embeddedness. *American Journal of Sociology* Vol. 91 No. 3. <https://www.jstor.org/stable/2780199>.

Han, J., Bose, I., Hu, N., Qi, B., & Tian, G., (2015). Does director interlock impact corporate R&D investment?. *Decision Support Systems*, Vol. 71. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0167923615000020>.

- Hauser, R., (2018). Busy directors and firm performance: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics (JFE)*, Forthcoming; Fox School of Business Research Paper No. 17-011. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2945206.
- Johnson, R. A., Schnatterly K., Johnson, S. G., & Chiu, S. C. (2010). Institutional Investors and Institutional Environment: A Comparative Analysis and Review. *Journal of Management Studies*, Vol. 47, Issue 8. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-6486.2010.00930.x>.
- Kyle, M. K. (2006). The role of firm characteristics in pharmaceutical product launches. *The RAND, Journal of Economics*, Vol. 37, No. 3. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1756-2171.2006.tb00033.x>.
- Manjunath, A., Kahrobai, N., Lemley, M. A., & Kamur, I. (2024). Illegal interlocks among life science company boards of directors. *Journal of Law and the Biosciences*, Vol. 11, Issue 1. <https://academic.oup.com/jlb/article/11/1/lxae005/7643376>.
- Newham, M., Seldeslachts, J. & Banal-Estanol, A. (2025). Common Ownership and Market Entry: Evidence from the Pharmaceutical Industry. *American Economic Journal: Microeconomics*, Vol. 17, No. 4. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/mic.20220220>.
- Rotemberg J. (1984). Financial transaction costs and industrial performance. Work. Pap., Sloan Sch. Manag., Mass. Inst. Technol., Cambridge. <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/47993/financialtransac00rote.pdf?sequence=1>.
- Schmalz, M. C. (2018). Common Ownership concentration and Corporate conduct. *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 10. CESifo Working Paper Series No. 6908. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3046829.
- Wang, Z., Yao, S., Sensoy, Y., Goodell, J. W. & Cheng, F., (2022). Learning from failures: Director interlocks and corporate misconduct. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 84. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1057521922003568>.