

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E FINANZA

CORSO DI LAUREA IN

BANCHE ED INTERMEDIARI FINANZIARI

CATTEDRA DI FINANZALE AZIENDALE (CORSO AVANZATO)

**Il Common Ownership e le sue
implicazioni nel comportamento
strategico delle imprese: possibili
influenze sui prezzi azionari?**

RELATORE

PROF. ARTURO CAPASSO

CORRELATORE

PROF. LUANA ZACCARIA

LAUREANDA

ALESSANDRO ROCCHEGIANI

MATRICOLA:

698551

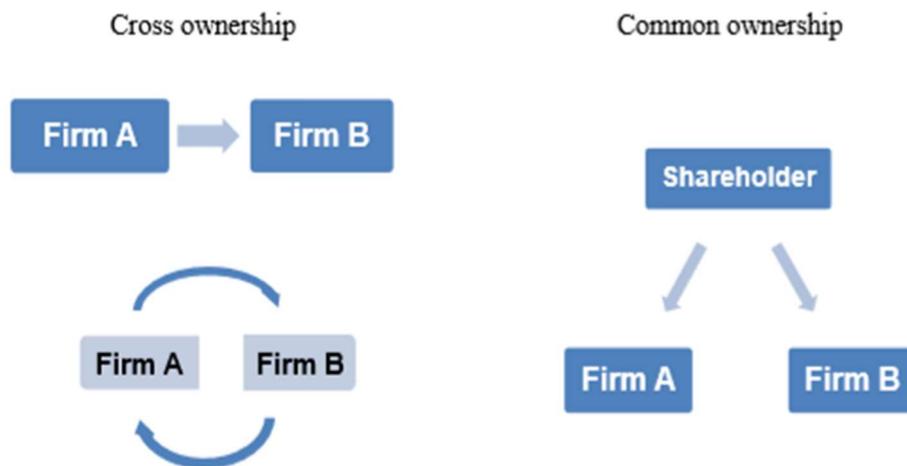
ANNO ACCADEMICO 2018/2019

INDICE

RIASSUNTO.....	3
INTRODUZIONE.....	21
CAPITOLO 1: “Il Common Ownership”	
1.1 Cosa significa Common Ownership.....	23
1.2 Quali sono gli effetti prodotti dal Common Ownership.....	33
1.3 Come misurare il Common ownership.....	50
CAPITOLO 2: “Common Ownership: come, dove e perché”	
2.1 Le Big Three: diffusione e organizzazione.....	53
2.2 Il Common Ownership e le sue implicazioni a livello di Governance.....	59
2.3 Il Common Ownership nei diversi settori.....	65
CAPITOLO 3: “Le compagnie aeree statunitensi”	
3.1 Chi sono i protagonisti.....	77
3.2 Quali sono gli effetti sul settore.....	88
3.3 Cosa ci dicono i titoli azionari.....	93
CONCLUSIONI.....	99
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....	101

RIASSUNTO

La maggior parte degli studi incentrati sul tema aziendale parte dall'assunzione base secondo cui ogni società si pone l'obiettivo di massimizzare il proprio profitto. Se, però, nel processo decisionale, che è espressione degli interessi degli investitori, intervengono potenti investitori detentori di quote di partecipazione in imprese concorrenti è facile ipotizzare che il peso assegnato, nelle decisioni strategiche, al profitto di queste ultime non sarà pari a zero. Questa idea secondo cui proprietari grandi e diversificati attribuiscono un peso ai profitti delle



imprese, apparentemente concorrenti, diverso da zero, e quindi questo accavallamento di interessi, è noto come "*Common Ownership*".

Le società che presentano, però, il più elevato livello di controllo da parte dei grandi fondi di investimento sono quelle che dominano i segmenti di mercato altamente concentrati. Negli ultimi trenta anni, si può notare come il numero di azioni detenute da investitori istituzionali è fortemente cresciuto. L'attenzione di questi investitori sarà logicamente improntata a massimizzare il profitto totale del mercato, condizione che si ottiene quando le aziende non competono tra di loro e creano un cartello comportandosi da monopolisti. La presenza di investitori istituzionali all'interno del mercato americano è diventata ancora più massiccia dopo la crisi finanziaria, grazie alle loro strategie di investimento passive e la sempre maggiore popolarità acquisita dai fondi di investimento indicizzati. Attualmente essi detengono circa il 70-80% delle azioni *public traded* nel mercato americano.

Il numero, ma soprattutto, la diversità di investitori è cresciuta, inoltre, drasticamente con l'affacciarsi di nuovi tipi di istituzioni. Parallelamente ai tipi di investitori nominati ad inizio paragrafo, tipicamente definiti come tradizionali (fondi di investimento, fondi pensione, compagnie di assicurazione), se ne sono sviluppati di nuovi come gli "hedge funds", i fondi di private equity, gli ETF e i fondi sovrani. L'evoluzione del mercato degli investimenti è molto simile e può essere riassunta facilmente in quattro tappe fondamentali:

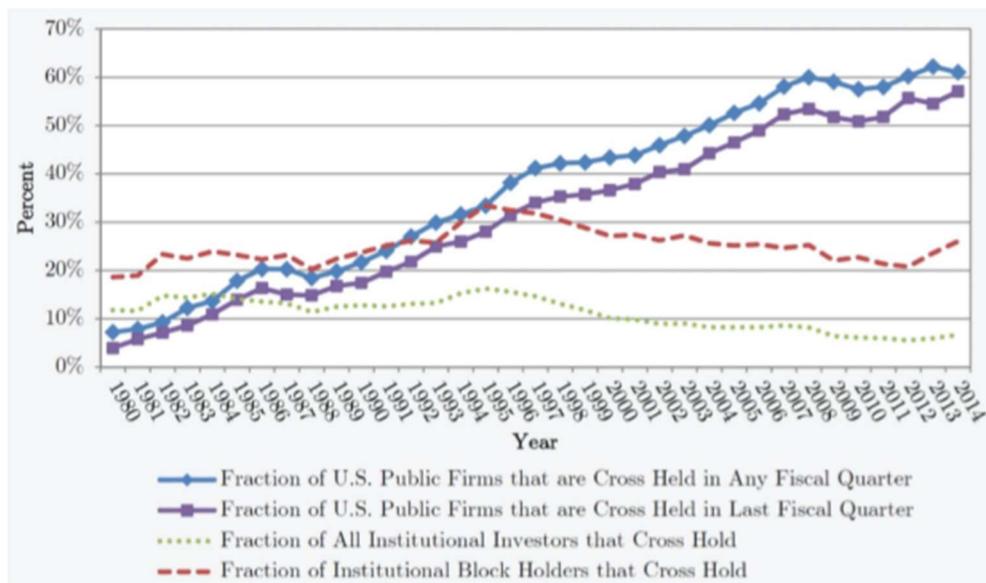
- Deviazione dal "direct ownership" delle azioni ai fondi di investimento, nel tentativo di perseguire l'obiettivo di diversificare al meglio i

- rischi e poter sfruttare i servizi offerti da portfolio manager professionali;
- Diffusione delle strategie di investimento passive e dei fondi indicizzati. In contrapposizione ai tipi di fondi che cercano di sovraperformare il mercato;
 - Forte aumento della concentrazione nel mercato dei fondi passivi e quello degli asset management;
 - Dispersione della proprietà delle compagnie quotate. Il risultato è che, oggi, i più grandi detentori di azioni di una qualsiasi società non superano il 5% delle quote.

I principali attori in questo mondo sono tre: BlackRock, Vanguard e State Street. Con più di 5trn di dollari di asset “under management”, BlackRock da solo è il più grande shareholder di 33 società del FTSE 100 e, dato ancora più rilevante, è tra i top 5 shareholders di 89 società dello stesso indice sopra citato; la sua presenza è diffusa anche all’interno dell’indice tedesco, il DAX 30. BlackRock è, inoltre, il più grande shareholder di altre banche di rilevanza quantomeno nazionale, se non mondiale, come: HSBC, Deutsche Bank, Banco Popolare di Milano e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. Vanguard, invece, con più di 4trn di dollari di asset “under management”, non è molto lontana in termini di diffusione e dimensione da BlackRock, e soprattutto presenta un tasso di crescita decisamente più elevato. Deutsche Börse e il London Stock Exchange condividono due dei loro top 3 investitori; Bayer e Monsanto, leader nel settore

rispettivamente farmaceutico e dell'agrifood, hanno cinque dei loro top 6 investitori in comune.

Il grafico sottostante spiega in maniera molto dettagliata quanto esposto fino ad ora. Si può notare infatti come le società pubbliche americane detenute da investitori istituzionali, che contemporaneamente possiedono almeno il 5% del common equity di un'altra società nella stessa industry, sono passati da meno del 10% nel 1980 a circa il 60% nel 2014 (He & Huang, 2017).



Parlando, invece, di effetti che il common ownership può creare nelle diverse insutry, questi sono quelli più comuni:

1. Effetti anti-competitivi;
2. Aumento operazioni M&A;
3. Potere di innalzare i prezzi;
4. Disincentivi all'innovazione;

5. Aumento del peso politico delle società.

Un altro aspetto particolarmente interessante da approfondire nello studio dei possibili effetti che il Common Ownership può causare è quello riguardante gli incentivi/disincentivi di disclosure. Le posizioni a riguardo sono molteplici e soprattutto spesso discordanti. I primi studi riguardanti tale argomento partirono dall'intuizione secondo cui il common ownership, spingendo verso una riduzione della competitività, spinga le imprese al suo interno verso livelli di disclosure più elevati. Le aziende, quindi, sono decisamente meno preoccupate che le informazioni riservate contenute all'interno delle loro comunicazioni al mercato possano essere utilizzate da competitors per guadagnare, a loro discapito, quote di mercato/incrementare i propri profitti. Questo effetto è riconosciuto come riduzione dei "proprietary cost".

In contrapposizione a questa concezione dei fatti si colloca lo studio proposto da J. Park, J. Sani e N. Shroff et al. Essi sostengono che vi siano diversi motivi per cui il common ownership in realtà non conduca verso miglioramenti a livello di disclosure: le società, infatti, nonostante si trovino ad affrontare un minore concorrenza tra di loro, sono comunque esposte a significativi "proprietary costs" derivanti dalle imprese non facenti parte dello schema del common ownership (i.e. imprese private); i detentori di posizioni particolarmente grandi in un'unica società, spesso rappresentati da investitori istituzionali, riescono, all'aumentare dell'opacità del clima di disclosure, ad intavolare operazioni profittevoli basandosi sulle informazioni private di cui dispongono.

Tra gli effetti più significativi che, però, comporta il common ownership sicuramente non sono da sottovalutare quelli in tema di competizione.

Gli “effetti unilaterali” derivanti dal common ownership spesso significano crescita dei prezzi, calo della qualità, della varietà dei prodotti o dell’innovazione. In un mercato perfettamente concorrenziale una società sarebbe impossibilitata a deviare dall’equilibrio di mercato, pena la perdita dei suoi clienti a discapito delle concorrenti. Tutto ciò non è sempre vero però in una situazione distorta come quella che si può creare in presenza di common ownership, dove anche un innalzamento unilaterale dei prezzi può essere profittevole, quanto meno dal punto di vista di chi detiene azioni nelle diverse aziende del settore. Gli investitori possono esercitare la loro influenza sulle decisioni dei manager dell’azienda o tramite le operazioni di votazione o cercando di interagire il più possibile con loro. Alcune ricerche hanno, ad esempio, evidenziato che tali investitori preferiscono rapportarsi con i membri del management e del board in meeting informali. Altra possibilità a disposizione per influenzare il management è quella legata ai compensi per manager.

Per quanto riguarda i metodi di misurazione del common ownership è possibile notare come nel corso degli anni si sono succeduti vari studi che hanno portato alla luce metodi sempre più sofisticati per misurare il common ownership. Harford et al. in uno studio del 2011 proposero una misura in grado di calcolare gli incentivi per i “common investors” durante la fusione di due aziende. Notarono che gli shareholders della

società offerente erano più propensi ad accettare gli effetti derivanti dal pagamento di un premio di acquisizione più basso sull'impresa target nel caso in cui essi detenevano anche quote all'interno di quest'ultima.

$$HJL(A, B) = \sum_{i \in I} A, B \frac{\alpha_{i,B}}{\alpha_{i,A} + \alpha_{i,B}}$$

Altre misure particolarmente interessanti da analizzare sono: HHI, MHHI e la differenza tra i due chiamata delta MHHI. L'indice di Herfindahl-Hirschman è una misura della concentrazione del mercato, usata per determinare la competitività del mercato, spesso prima e dopo operazioni di M&A.

$$HHI = s_1^2 + s_2^2 + s_3^2 + \dots + s_n^2$$

Il dipartimento di giustizia americano considera un mercato con HHI minore di 1.500 come competitivo, per valori compresi tra 1.500 e 2.500 moderatamente concentrato, per valori superiori a 2.500 molto concentrato. Da tale misura deriva l'indice di Herfindahl-Hirschman modificato (MHHI), sviluppato da Bresnahan e Salop (1986) e O'Brien e Salop (2000). Il MHHI oltre a misurare la concentrazione di mercato, consente di calcolare i rischi di competitività legati al possesso delle azioni di un'azienda da parte di competitor diretti.

$$MHHI = \sum_j \sum_k s_j s_k \frac{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij}}$$

L'ultimo indice proposto in ordine temporale è il GGL proposto da Gilje, Gormley e Levit, il quale cerca di quantificare l'impatto del common ownership su moventi manageriali. Un aspetto fondamentale di questo modello è che si assume che non tutti gli investitori siano particolarmente attenti alle azioni

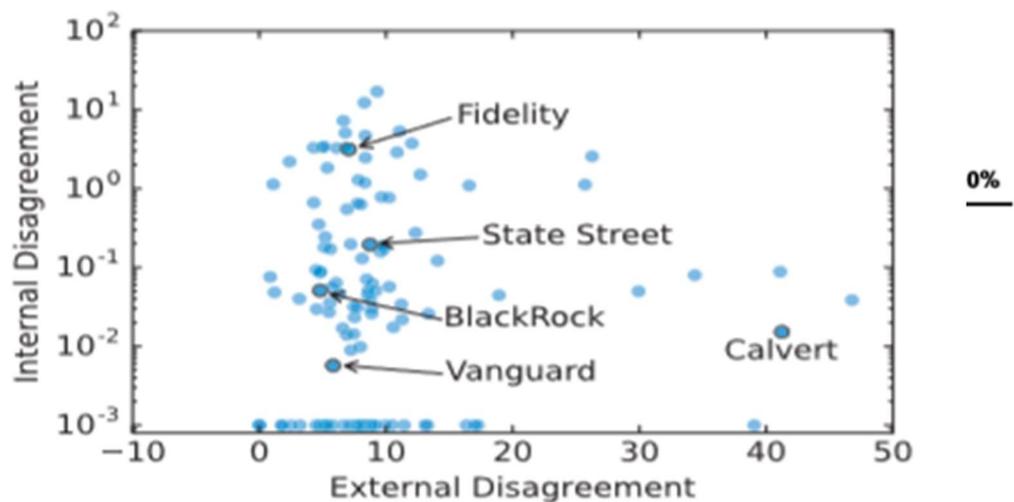
dei manager. Gli investitori sono più propensi a prestare attenzione per le quote azionarie che comprendono la parte più grande del loro portafoglio. La formula generale per calcolare il GGL è:

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

La trattazione adesso si sposterà su un'analisi dei principali player, BlackRock, Vanguard e State Street. La loro dimensione è andata crescendo col passare del tempo, specialmente dopo la crisi del 2008 e ormai la loro diffusione è capillare. Sono due i parametri su cui lo studio condotto da Fichtner et al. si concentra per studiare le dimensioni e la diffusione di questi tre colossi. Questo lavoro intende riprenderli poiché particolarmente esplicativi, ed essi sono: l'ampiezza e la profondità delle partecipazioni. Un investitore ha possedimenti ampi nel caso in cui abbia investito in un grande numero di aziende. Parallelamente, si può definire profonda una partecipazione sulla base della dimensione di ciascuna partecipazione. Il modo migliore di spiegare questi concetti,

però, è con l'ausilio di alcuni dati. La figura sottostante ci indica tre differenti livelli di profondità di ownership: partecipazioni >3%, >5%, >10%.

È quindi particolarmente evidente come BackRock, Vanguard e State Street, quando osservate congiuntamente, hanno una posizione di potenziale impareggiabile potere sul



10	T. Rowe Price (U.S.)	685	399	124
11	Invesco (U.S.)	601	289	85
12	Affiliated Mgrs. (U.S.)	562	248	40
13	Schroders (U.K.)	532	355	108
14	Legg Mason (U.S.)	527	252	49
15	Morgan Stanley (U.S.)	458	217	34

mondo delle corporate americane. Questo potere, però, è usato dalle Big Three per attuare strategie centralizzate attive di corporate governance?

In questa analisi viene misurata la coordinazione del comportamento di voto degli asset manager nelle elezioni aziendali nei loro fondi, e quanto spesso votano in accordo con il management. Dal comportamento di voto delle Big Three si evince che il livello di "internal agreement" in sede di votazione all'interno dei loro fondi è particolarmente elevato. Evidente, quindi, come le Big Three siano in grado attuare, ma soprattutto

mettano in pratica, strategie di voto centralizzate. Questo crea preoccupazioni sempre maggiori a numerosi stakeholders riguardo la possibile mancata risposta dei fondi di investimento alle criticità della corporate governance. Diventa quindi molto interessante provare a capire su quali questioni le Big Three si oppongono al management. Tipicamente il management può raccomandarsi di votare a favore o contro una certa proposta, e le Big Three possono scegliere se assecondare tale richiesta o meno. Nella maggior parte dei casi se il management chiede di votare contrari ad una data proposta le Big Three assecondano tale richiesta. Le Big Three si alleano con il management nel tentativo di respingere potenziali investitori arrivi non graditi alle due parti in causa. L'aspetto però più interessante da analizzare è quando le Big Three si oppongono a raccomandazioni di voto positive da parte del management. Questa situazione si verifica quasi la metà delle volte quando si deve (ri)eleggere il consiglio direttivo (BlackRock 50%, Vanguard 46%, State Street 45%).

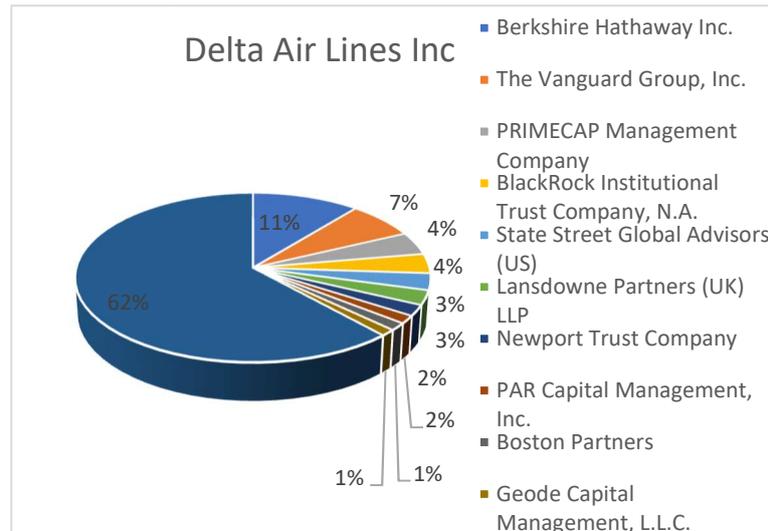
La maggior parte delle teorie sviluppate fino ad ora sulla *blockholder governance* considera una sola azienda, nonostante, nella realtà, molti investitori istituzionali detengano quote in una moltitudine di società. Sorgono allora due questioni: il fatto di detenere più quote può indebolire la governance facendo diventare lo strato dei blockholder troppo disperso? Se ciò non è vero, quali sono le condizioni sotto le quali il "multi-firm ownership" può migliorare la governance?

Per analizzare gli effetti del common ownership lo studio parte da un modello nel quale il blockholder detiene azioni in un'unica azienda. In equilibrio il manager avrà deluso le

attese se e solo se il valore delle perdite sarà al di sotto di una soglia prefissata. Il blockholder osserva le azioni dei manager e, basandosi su queste informazioni, potrà vendere le azioni o alternativamente tenerle fino a quando il valore dell'azienda non sarà realizzato. Questo tipo di azioni intraprese dall'investitore sarà visto dal mercato, ma non rivelerà tutte le informazioni poiché egli potrebbe aver venduto azioni anche solo per bisogno di liquidità. Il ricatto, quindi, di vendere azioni disciplina il manager e abbassa la soglia al di sotto della quale egli ha deluso le attese. L'analisi però più interessante è quella che osserva due aziende indipendenti, dove il blockholder detiene quote in entrambe. Quest'ultimo in tal caso può soddisfare i bisogni di liquidità vendendo o metà delle sue quote in ognuna delle società, o vendendo integralmente la sua partecipazione in una azienda. Se entrambi i manager lavorano e non ci sono shock di liquidità, il blockholder manterrà entrambe le quote; in caso di shock di liquidità ed entrambi i manager lavorano o non lavorano adeguatamente, egli venderà metà delle sue partecipazioni in entrambe le aziende ("balanced exit"). Il caso più interessante da indagare è però quello in cui un manager delude le attese e l'altro lavora. Il blockholder ha due opzioni: vendere solamente l'azienda che ha sottoperformato ("imbalanced exit"), lo svantaggio in questo caso sarà che vendere una sola delle due rivelerà al mercato che il manager ha deluso e operato male, e quindi riceverà dalla vendita delle azioni un prezzo basso.

Un ulteriore aspetto interessante da approfondire riguarda la diffusione del fenomeno nei diversi settori in cui è presente, così da capire anche nel particolare, a livello micro, e non solo in generale, a livello macro, cosa comporta il common

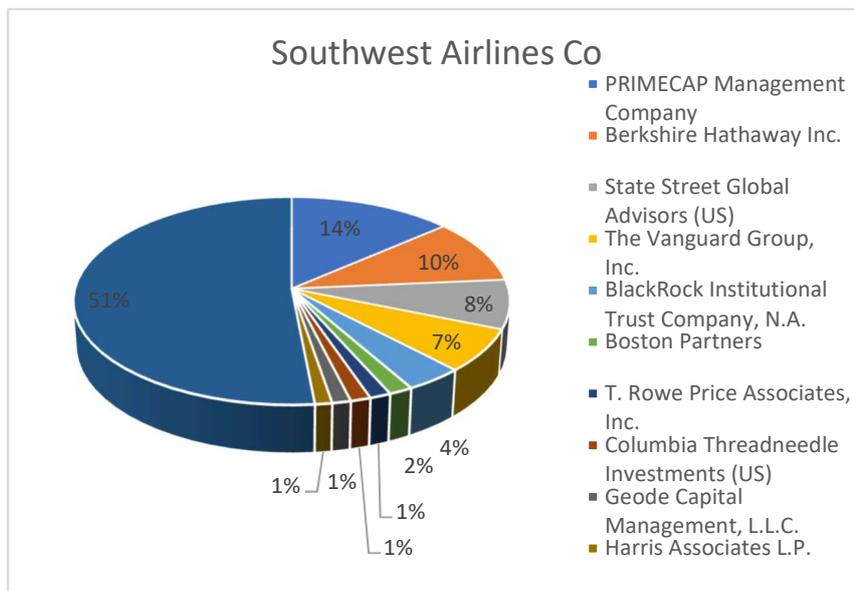
ownership, come si sviluppa e chi sono i soggetti presenti. I settori dove il livello di common ownership raggiunge livelli abbastanza significativi da giustificare una sua trattazione approfondita sono: il settore chimico in Germania, quello bancario e delle aerolinee americane, quello farmaceutico e quello dell'agrifood. Il settore, però, più interessante e il più utile



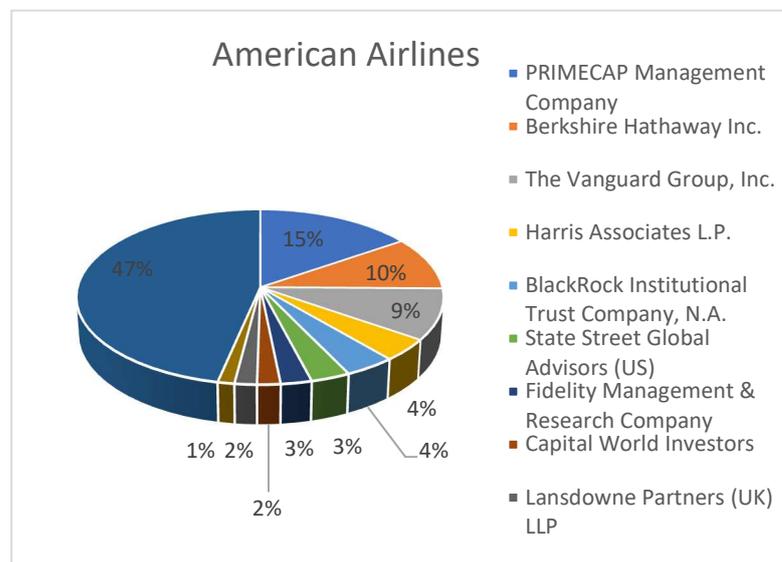
per capire gli effetti, anche pratici e non solo teorici, del common ownership è quello delle compagnie aeree americane. Le principali compagnie aeree statunitensi, o comunque quelle più utili per descrivere al meglio il fenomeno del common ownership e i suoi effetti sono: Delta Airlines, Southwest Airlines Co., American Air lines, United Continental Holdings, Alaska Air, JetBlue Airways. Queste verranno, quindi, analizzate di seguito nel dettaglio per capire chi sono e, soprattutto, come sono organizzate e da chi sono controllate. Iniziamo l'analisi con la Delta Air Lines

Come compagnia aerea è una delle leader a livello mondiali, con oltre 200,000,000 di persone trasportate ogni anno e più di 300 destinazioni. Questi numeri lasciano intendere

il livello delle revenue fatte registrare nel 2018, 44.4 miliardi di dollari. La seconda società che vedremo nel dettaglio è la Southwest Airlines Co. Anche qui ritroviamo cinque dei top shareholder trovati nell'analisi della Delta Airlines; riguardo ciò è particolarmente rilevante sottolineare come Bershire Hathaway, BlackRock e Vanguard rappresentino in entrambe le società tre dei top cinque shareholder. Nel 2018 ha registrato 22 miliardi di "total revenues". Nel 2018 ha registrato, infatti, 22 miliardi di "total revenues".

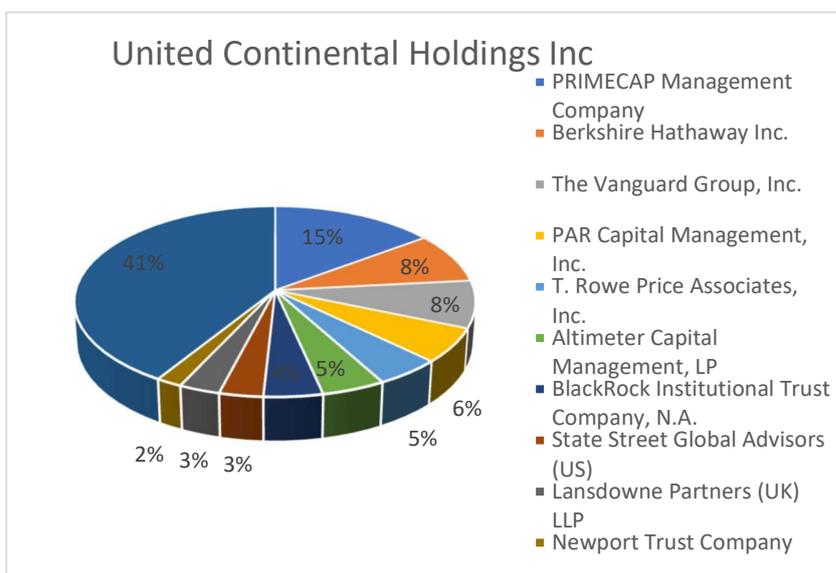


La prossima società è forse una delle più conosciute a livello mondiale, la American Airlines. Anche essa ha in comune con le altre due già analizzate tre/quattro dei top cinque shareholder. Nel 2018 ha registrato 44.5 miliardi di “total revenue”.

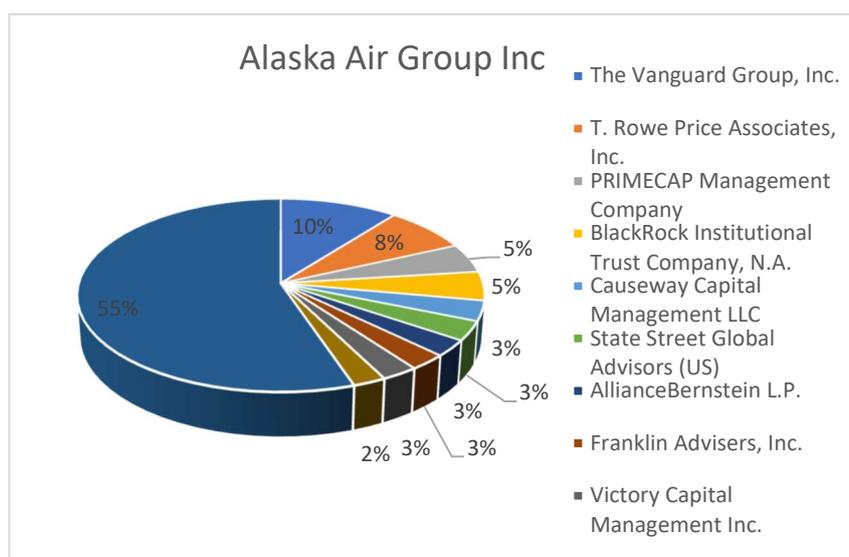


Un'altra compagnia aerea statunitense di grande rilievo è la United Continental Holdings. In questa società, come nella American Airlines e nella Southwest Airlines, la percentuale di azioni detenute dai top dieci shareholder è maggiore del 50%, è

la più grande di tutto il panorama americano, per una quota pari al 59% circa. Nel 2018, si possono osservare numeri importanti come i 41.3 miliardi di “total revenue”.

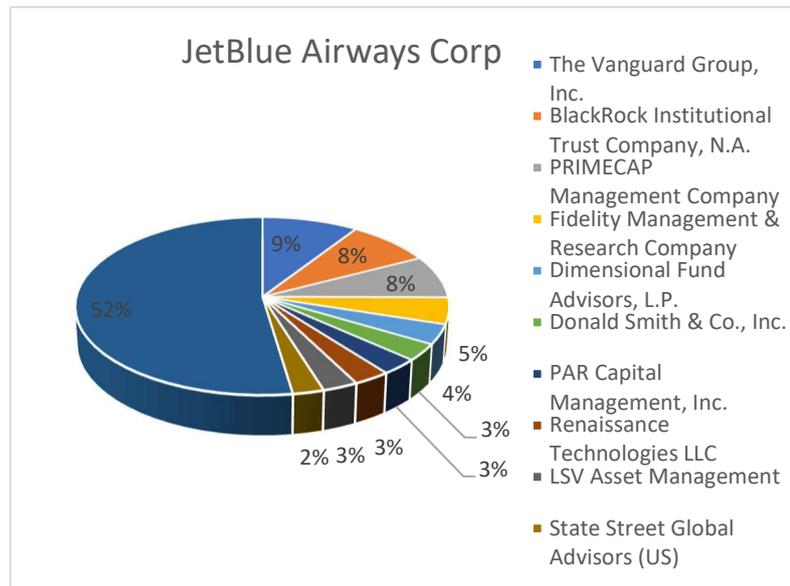


Un'altra compagnia aerea che andremo ad analizzare nel dettaglio sarà la Alaska Air. Anche qui, inoltre, si può notare come questi ultimi rappresentino circa il 46% dell'azionariato. Nel 2018 si sono registrati 8.3 miliardi di “total revenues”.

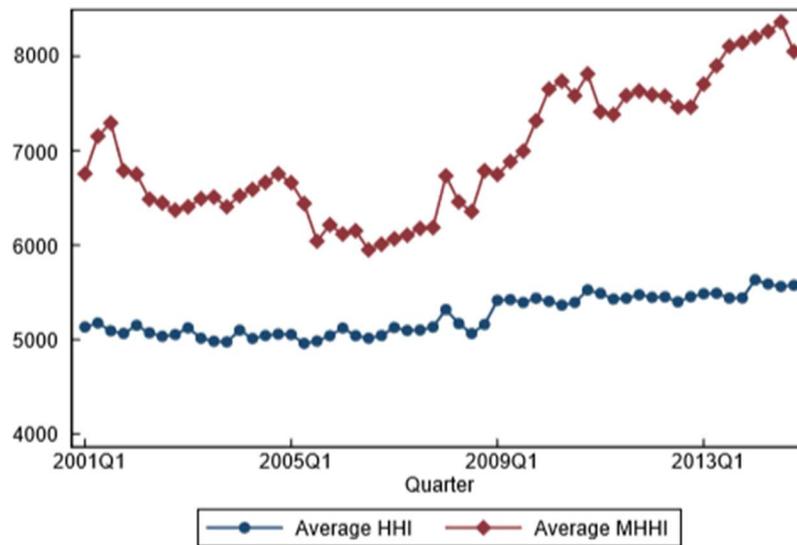


L'ultima società che viene presentata in questa analisi è la

JetBlue Airways. L'azionariato di questa società è per quasi il 48 per cento nelle mani dei top dieci shareholder, Nel 2018, infatti, ha fatto registrare 7.7 miliardi di dollari di "total revenue".



Gli inventivi anti-competitivi provocati dalla concentrazione del common ownership sono elevatissimi, poiché essa da sola è più di dieci volte maggiore di quanto permesso dalle guidelines della Federal Trade Commission (FTC). Il primo effetto che si può notare è che i prezzi dei biglietti delle rotte delle compagnie aeree statunitensi nella media sono approssimativamente tra il 3% e il 7% più alti rispetto al caso in cui ci fosse "separate ownership". Per dare un'idea del livello di concentrazione di mercato che è dovuto al common ownership ci rivolgiamo ancora una volta allo studio di J. Azar et al., il quale fornisce una stima del MHHI Delta. Dalla figura sottostante si nota che il livello del HHI è rimasto stabile durante il tempo, nonostante diverse fusioni siano intervenute, e il MMHI sia, invece, inizialmente diminuito prima della crisi per poi risalire vertiginosamente, spostando il MHHI Delta da 1400 a 1000 fino a circa 2500 nel 2014 allargando di molto il delta.



Nella parte finale di questo lavoro l'obiettivo è quello di vedere se è possibile rintracciare evidenze del common ownership tramite un'analisi dei prezzi azionari, testando quindi l'affermazione fatta da A. Edmans et al nell'agosto 2014, e citata in precedenza. Quello che quindi questa tesi vuole aggiungere, o almeno provare a farlo, è un nuovo metodo per rintracciare possibili distorsioni causate dal common ownership. Vengono prese in considerazione le sei società di cui sopra e per tutte e sei sono stati presi i prezzi azionari degli ultimi cinque anni, partendo quindi dal 2 settembre 2014 fino ad arrivare al 24 settembre 2019. Sulla base di questi prezzi sono stati calcolati i "return" per ognuna delle sei aziende. Partendo da questi dati viene effettuata un'analisi delle correlazioni tra i "return" di queste sei società.

	Delta	Jetblue	American	Southwest	Alaska	United
Delta	1,000000	0,663841	0,809174	0,725794	0,674524	0,784434
Jetblue	0,663841	1,000000	0,656868	0,630623	0,623541	0,617117
American	0,809174	0,656868	1,000000	0,711983	0,661555	0,776448
Southwest	0,725794	0,630623	0,711983	1,000000	0,634818	0,669189
Alaska	0,674524	0,623541	0,661555	0,634818	1,000000	0,629710
United	0,784434	0,617117	0,776448	0,669189	0,629710	1,000000

Da questa tabella si può facilmente notare che all'interno delle società studiate vi sia un livello medio di correlazione tra i rispettivi "return" molto elevato. Nello specifico il valore medio delle correlazioni è di 0.685, decisamente elevato. Partendo da questi risultati vogliamo vedere se le correlazioni medie osservate in tabella si modificano se l'analisi è effettuata confrontando i "returns" di una di queste società con quelli di una sua comparables, e nel caso di quanto cambi il livello di correlazione. Nel tentativo di isolare il più possibile gli eventuali effetti causati dal common ownership sulla correlazione dei "returns", le comparables sono state selezionate attenendosi a due criteri fondamentali: livelli di "total revenue" simili e la coincidenza o meno dei top 10 shareholder tra le due società. Oltre a ciò viene tenuto in considerazione anche il fatto che tali società siano o meno compagnie aeree low cost. Sulla base dei criteri esposti fino ad ora sono stati selezionate altre sei diverse società provenienti da differenti paesi. Gli accoppiamenti che vengono proposti sono Delta Airlines – Lufthansa, JetBlue Airways – Ryanair, Alaska Airlines – Turkish Airlines, United Continental Holdings – International Airlines Group, Southwest Airways – Easyjet, American Airlines – Air France KLM.

	Correlazioni
Delta/Lufthansa	0,283417337
United/International Airlines Group	0,35296944
Jetblue/Ryanair	0,199840233
Southwest/Easyjet	0,208249021
American/Air France	0,241110542
Alaska/Turkish	0,183100115

Quello che si nota in maniera molto rapida è che in tutte e sei le coppie si osservano valori decisamente più bassi di quello medio osservato in precedenza. Possiamo concludere sulla base dei risultati esposto fino ad ora che è possibile rintracciare effetti distorsivi derivanti dal common ownership da un'analisi delle correlazioni dei "returns" di due diverse società. Sicuramente il calo nel livello di correlazione tra le due analisi è in parte spiegato dai diversi paesi in cui hanno sede le società (e quindi i rischi paese ad esse connessi), dalle strategie differenti di copertura dalle variazioni del prezzo del petrolio e da altri fattori legati al mondo dei mercati azionari dei rispetti paesi. Si ritiene, però, che ciò non basti per spiegare in maniera soddisfacente una variazione di questa entità. Si ritiene quindi che sia raggiunto l'obiettivo iniziale di questa tesi, ovvero provare a fornire un metodo alternativo a quelli proposti dalla letteratura per rintracciare possibili effetti distorsivi derivanti dal common ownership. In particolare, viene fornita una evidenza empirica a quanto sostenuto da A. Edmans nel suo paper del 2014 *Governance and comovement under common ownership*.

INTRODUZIONE

L'analisi dell'azionariato delle diverse società è un tema che ha catturato l'interesse di molti esperti nel corso degli anni. In tanti si sono chiesti come andasse studiato, quale fosse il metodo migliore per coglierne tutti le sfaccettature e quali gli aspetti da tenere in considerazioni più di altri nel tentativo di fare ciò. Sono però molteplici gli scopi per cui ci si avventura in analisi di questo genere; quello che è alla base di questo lavoro è il desiderio di indagare un fenomeno denominato "common ownership" e i possibili effetti da esso causati a livello di governance aziendale. Negli ultimi anni questo fenomeno è stato oggetto di numerose analisi, volte ad indagare i suoi effetti e possibili metodi di misurazione. La letteratura legata al common ownership, quindi, sebbene molto giovane è molto ricca ed articolata. Prendendo sviluppo da quest'ultima si è deciso di studiare più nello specifico se sia possibile rintracciare, dopo un'analisi delle correlazioni dei rendimenti azionari ("*returns*") delle società, la presenza di possibili effetti distorsivi causati dal common ownership. Questo tipo di analisi è stata svolta nell'ultimo capitolo, poiché prima si è ritenuto necessario introdurre al meglio l'argomento. Nel primo capitolo per prima cosa viene definito cosa è il common ownership, ovvero una situazione in cui i dirigenti aziendali attribuiscono un peso ai profitti di altre aziende diverso da zero, dando vita così un accavallamento di interessi; ma soprattutto si cerca di capire come e perché è nato tale fenomeno e cosa ne ha favorito lo sviluppo. Il secondo paragrafo analizza i possibili effetti causati dal common ownership sulla governance aziendale, elencandoli

ed esponendone le diverse caratteristiche. Il primo capitolo si conclude presentando diversi indici di misurazione della concentrazione del mercato (HHI, MHHI, GGL, HJL), usati per rintracciare la presenza del common ownership nelle varie "industry". Nel secondo capitolo si inizia ad approfondire il livello di analisi, presentando chi sono i principali player del mercato a livello mondiale e che quindi hanno, in un certo qual modo, dato vita al common ownership, le cosiddette "Big Three" (BlackRock, Vanguard e State Street). Insieme hanno circa 10 trilioni di asset gestiti, sono tra i principali shareholder di più del 400 società del S&P 500 e hanno posizioni ugualmente significative in società di tutto il mondo, nei settori più disparati. Successivamente vengono studiati gli effetti che il common ownership provoca sulla governance aziendale, analizzando nello specifico a quali atteggiamenti siano dovuti. Il secondo capitolo si conclude poi con lo studio dei vari settori in cui è stato evidenziato un livello di common ownership elevato, come: il settore chimico in Germania, quello bancario e delle aerolinee americane, quello farmaceutico e quello dell'agrifood. L'ultimo capitolo si concentra su un caso particolare per indagare più da vicino gli effetti causati dal common ownership. Il caso studiato è quello delle compagnie aeree americane. Inizialmente vengono individuati i protagonisti di questo settore, presentandone le caratteristiche finanziarie e non, per poi, nel secondo paragrafo, descrivere gli effetti che il common ownership ha avuto in questa industry. Il paragrafo conclusivo presenta un'analisi empirica volta a testare una teoria proposta da A. Edmans et al. nel 2014 secondo cui il common ownership possa portare ad una

correlazione tra i prezzi azionari delle società coinvolte, anche in situazioni in cui i fondamentali delle società sono indipendenti.

CAPITOLO 1: “il common ownership”

1.1) COSA SIGNIFICA “COMMON OWNERSHIP”

La maggior parte degli studi incentrati sul tema aziendale parte dall'assunzione base secondo cui ogni società si pone l'obiettivo di massimizzare il proprio profitto. Se, però, nel processo decisionale, che è espressione degli interessi degli investitori, intervengono potenti investitori detentori di quote di partecipazione in imprese concorrenti è facile ipotizzare che il peso assegnato, nelle decisioni strategiche, al profitto di queste ultime non sarà pari a zero. Questa idea secondo cui proprietari grandi e diversificati attribuiscono un peso ai profitti delle imprese, apparentemente concorrenti, diverso da zero, e quindi questo accavallamento di interessi, è noto come “*Common Ownership*”.¹ Una situazione dove il decision-maker di una azienda potrebbe decidere di non competere in modo aggressivo con un azienda competitor parzialmente detenuta dallo stesso investitore. Prima di procedere nell'analisi del fenomeno, è importante diversificare i fenomeni di Cross e Partial Ownership da quello del Common Ownership. Nei primi

¹ Cfr. M. BACKUS et al., *Common Ownership in America: 1980-2017*, working paper 25454, National Bureau of Economic Research, January 2019, p. 1

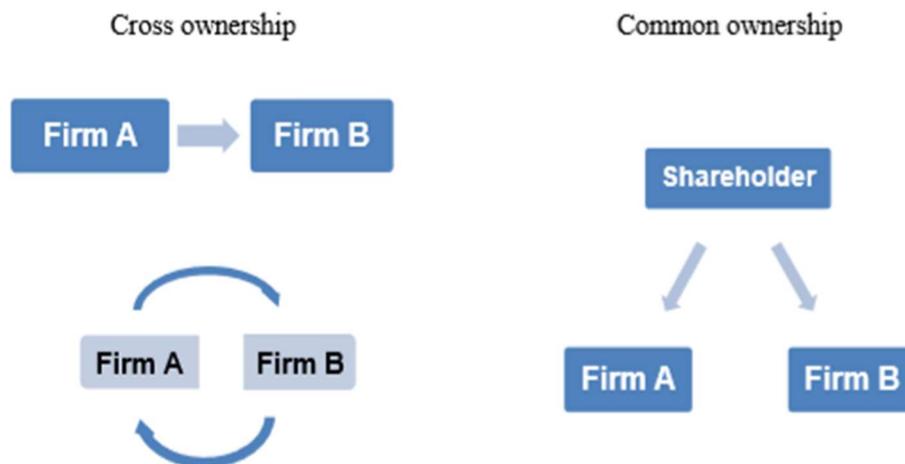


Figura 1: cross ownership vs. common ownership

due casi si ha una situazione in cui l'azienda A detiene una quota di minoranza nell'azienda B e viceversa, nel caso invece del Common Ownership, l'investitore I detiene una quota nelle aziende A, B, etc. nello stesso mercato.²

Osserviamo, adesso, in che modo nasce e come si sviluppa il common ownership.

Immaginiamo due aziende competitor della stessa dimensione, A e B. Supponiamo che tre soggetti beneficino del 20% ciascuno delle quote societarie sia in A che in B. Dato che nella maggior parte dei casi le decisioni aziendali necessitano solo della maggioranza semplice, i tre soggetti controllano entrambe le società. Se essi dovessero decidere di fissare prezzi e quantità agendo da monopolisti, allora ogni aumento nelle quote di mercato a favore dell'impresa A andrà a discapito dell'impresa B, ecco quindi che gli investitori non avranno

² Cfr. U. SCHWALBE, *Common Ownership and Competition – The current state of the debate*, Journal of European Competition Law & Practice, Vol. 9 No. 9, 2018.

nessun interesse a deviare il proprio comportamento dall'equilibrio monopolistico. Logicamente il percorso attraverso il quale si giunge ad una situazione di Common Ownership è più complesso rispetto a quanto illustrato in questo semplice esempio, per la presenza di numerosi investitori con differenti portafogli e di conseguenza differenti strategie di competizione.³

In situazioni di Common Ownership quindi abbiamo diverse aziende, operanti nello stesso settore, che passano da una situazione di concorrenza reciproca ad una in cui condividono una parte sempre maggiore di proprietari. Le società che presentano, però, il più elevato livello di controllo da parte dei grandi fondi di investimento sono quelle che dominano i segmenti di mercato altamente concentrati, come avviene ad esempio nel settore dell'agrifood.⁴

Negli ultimi trenta anni, si può notare come il numero di azioni detenute da investitori istituzionali è fortemente cresciuto. Gli investitori istituzionali sono entità come compagnie di assicurazione, fondi pensione, hedge funds e banche. Essi hanno disponibilità economiche molto elevate e tendono a diversificare molto i propri investimenti e partecipazioni investendo in molte aziende. Tutto ciò ha come risultato che uno stesso soggetto diventi detentore di azioni in molte aziende differenti operanti nello stesso mercato.⁵

³ Cfr. J.AZAR and M.C. SCHMALZ, *Common Ownership of Competitors Raises Antitrust Concerns*, Journal of European Competition Law and Practice, Vol. 8 No. 5, 2017

⁴ J. CLAPP, *The Rise of financial investment and common ownership in global agrifood firms*, Review of International Political Economy, DOI, 2019

⁵ Cfr. J. SELDESLACHTS et al., *Changes in Common Ownership of German companies*, DIW Economic Bulletin, June 2017

Questo trend implica, quindi, che un numero sempre più piccolo di investitori istituzionali adesso rappresentino i maggiori shareholders delle più grandi aziende americane e di altri paesi sviluppati.⁶

L'attenzione di questi investitori sarà logicamente improntata a massimizzare il profitto totale del mercato, condizione che si ottiene quando le aziende non competono tra di loro e creano un cartello comportandosi da monopolisti. Questo è chiaramente in contrasto con l'interesse della singola azienda, il cui obiettivo sarà unicamente quello di massimizzare il proprio profitto a discapito delle concorrenti.

La presenza di investitori istituzionali all'interno del mercato americano è diventata ancora più massiccia dopo la crisi finanziaria, grazie alle loro strategie di investimento passive e la sempre maggiore popolarità acquisita dai fondi di investimento indicizzati. Attualmente essi detengono circa il 70-80% delle azioni *public traded* nel mercato americano. I principali attori sono tre: BlackRock, Vanguard e State Street, i quali congiuntamente rappresentano l'investitore più rilevante in almeno il 40% delle aziende quotate all'interno del mercato americano e, dato ancor più sorprendente, essi sono i proprietari di maggioranza di 468 delle aziende presenti all'interno dello S&P 500 (dati Krouse et al., 2016).⁷

I fondi di investimento cercano di detenere, però, solamente quote di minoranza (meno del 50% dei diritti di voto), l'acquisizione delle quali spesso riesce a sfuggire alle regole di

⁶ Cfr. J.AZAR et al., *Why common ownership creates antitrust risks*, June 2017

⁷ Cfr. J. AZAR et al., *Anticompetitive effects of Common Ownership*, *Journal of Finance*, 73, 2018

controllo sulle fusioni. In che modo riescono quindi questo tipo di investitori ad influenzare l'operato delle aziende in cui investono. Sono due i canali principali: quello diretto e quello indiretto. Il canale diretto è rappresentato dalla possibilità di voto e dalla possibilità di interagire direttamente con i manager aziendali influenzandoli; quello indiretto, è invece rappresentato da una strategia passiva di investimento.

Il tipico modo di operare di questi attori è quello di attuare strategie passive di investimento ed usare fondi indicizzati, il cui obiettivo sarà quello di replicare la performance di un indice. Gli investitori istituzionali, inoltre, si concentrano spesso su specifici settori o asset classes cercando di minimizzare le spese con trading poco frequenti. I motivi sottostanti questo modo di operare sono principalmente due: essi ritengono che nel lungo periodo sia molto difficile avere performance superiori al mercato, e soprattutto i costi di strategie passive di investimento si abbassano decisamente al diminuire della frequenza del trading.⁸

La crescita e il processo di diffusione del Common Ownership sono ormai ad uno stadio abbastanza avanzato, riguarda diversi settori, ed è indicato da molti analisti come una possibile causa di comportamenti anti-competitivi. La marcata presenza del common ownership nelle principali società mondiali è stupefacente, ma non priva di precedenti. Questi livelli di concentrazione della proprietà si possono, infatti, ritrovare agli inizi del ventesimo secolo quando gli uomini

⁸ Cfr. F M S. MORTON, *Horizontal Shareholding: a summary of the argument*, CPI Antitrust Chronicle, 2018

d'affari J.P. Morgan e J.D. Rockefeller detenevano quote significative in numerose grandi aziende.⁹

Per provare a capire ancora meglio le dimensioni del fenomeno e riuscire a comprendere quanto sia radicato nel sistema, non solo statunitense ma mondiale, e quindi non sottovalutare le implicazioni che il common ownership porta con sé, risulta oltre modo interessante presentare qualche dato.

Solo cinque istituti: BlackRock, Vanguard, State Street Advisers, Fidelity e Berkshire Hathaway, costituiscono quattro dei top cinque “beneficial owners” di ognuna delle più grandi banche americane.

<i>JPMorgan Chase</i>	<i>[%]</i>	<i>Bank of America</i>	<i>[%]</i>	<i>Citigroup</i>	<i>[%]</i>
Vanguard	6.28	Berkshire Hathaway*	6.90	BlackRock	6.43
BlackRock	6.28	Vanguard	5.94	Vanguard	5.96
State Street	4.12	BlackRock	5.94	State Street	4.04
Capital Research	3.68	State Street	4.01	Fidelity	3.00
Fidelity	2.10	Fidelity	2.37	Invesco	1.67
<i>Wells Fargo</i>	<i>[%]</i>	<i>PNC Financial</i>	<i>[%]</i>	<i>U.S. Bancorp</i>	<i>[%]</i>
Berkshire Hathaway	10.46	Wellington	8.34	BlackRock	6.51
Vanguard	5.67	Vanguard	6.30	Berkshire Hathaway	5.94
BlackRock	5.42	BlackRock	5.03	Vanguard	5.59
State Street	3.68	State Street	4.33	Fidelity	4.12
Wellington	2.55	Barrow Hanley	3.71	State Street	3.84

Figura 2: top american banks composition¹⁰

Questo modello è replicato, in una certa misura, anche in Europa. Con più di 5trn di dollari di asset “under management”, BlackRock da solo è il più grande shareholder di 33 società del FTSE 100 e, dato ancora più rilevante, è tra i top 5 shareholders di 89 società dello stesso indice sopra citato; la sua

⁹ J. CLAPP, *The rise of financial investment and common ownership in global agrifood firms*, Review of International Political Economy, 2019

¹⁰ AZAR et al., *Anticompetitive effects of common ownership*, 2017

presenza è diffusa anche all'interno dell'indice tedesco, il DAX 30, dove rappresenta il più grande shareholder di almeno un terzo delle compagnie presenti all'interno dell'indice. BlackRock è, inoltre, il più grande shareholder di altre banche di rilevanza quantomeno nazionale, se non mondiale, come: HSBC, Deutsche Bank, Banco Popolare di Milano e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. Vanguard, invece, con più di 4trn di dollari di asset "under management", non è molto lontana in termini di diffusione e dimensione da BlackRock, e soprattutto presenta un tasso di crescita decisamente più elevato. Deutsche Börse e il London Stock Exchange condividono due dei loro top 3 investitori; Bayer e Monsanto, leader nel settore rispettivamente farmaceutico e dell'agrifood, hanno cinque dei loro top 6 investitori in comune. In Islanda le due più grandi compagnie telefoniche condividono quattro dei loro top 5 investitori, stesso rapporto è valido anche all'interno delle due più grandi compagnie assicuratrici del paese.¹¹

Prima di capire quali effetti porta con sé questo fenomeno, ritengo di grande utilità presentare alcune evidenze di come il common ownership ha mosso i primi passi, quale era il panorama di investitori presenti nei primi anni duemila e come questo si è sviluppato. Molti studi, infatti, mostrano una correlazione abbastanza significativa tra l'incremento della concentrazione degli investitori all'interno delle "industries" e lo sviluppo del Common Ownership. Il numero, ma soprattutto, la diversità di investitori è cresciuta drasticamente con l'affacciarsi

¹¹ J. AZAR, & M.C. SCHMALZ, *Common ownership of competitors raises antitrust concerns*, Journal of European Competition Law & Practice, Vol.8, No.5, 2017.

di nuovi tipi di istituzioni. Parallelamente ai tipi di investitori nominati ad inizio paragrafo, tipicamente definiti come tradizionali (fondi di investimento, fondi pensione, compagnie di assicurazione), se ne sono sviluppati di nuovi come gli “hedge funds”, i fondi di private equity, gli ETF e i fondi sovrani. L’evoluzione del mercato degli investimenti è molto simile e può essere riassunta facilmente in quattro tappe fondamentali:

- Deviazione dal “direct ownership” delle azioni ai fondi di investimento, nel tentativo di perseguire l’obiettivo di diversificare al meglio i rischi e poter sfruttare i servizi offerti da portfolio manager professionali;
- Diffusione delle strategie di investimento passive e dei fondi indicizzati. In contrapposizione ai tipi di fondi che cercano di sovraperformare il mercato, questo tipo di gestione di basa sul cercare di replicare la performance di un indice predefinito, minimizzando le spese;
- Forte aumento della concentrazione nel mercato dei fondi passivi e quello degli asset management;
- Dispersione della proprietà delle compagnie quotate. La crescita della profondità e della sofisticatezza dei mercati dei capitali ha permesso la partecipazione di una crescente varietà di investitori. Il risultato è che, oggi, i più grandi detentori di azioni di una qualsiasi società non superano il 5%.

Per rendere ancora più evidente quanto esposto fino a qui sul legame tra concentrazione dei mercati e common ownership ma soprattutto sulla diffusione di investitori istituzionali alternativi, ritengo necessario presentare le immagini che seguono. La figura 3 analizza la crescita esponenziale degli “index funds” e si può notare come essi abbiano raddoppiato gli asset sotto la loro gestione tra il 2011 e il 2014. A fine 2015 avevano circa 4 trilioni di asset gestiti, una cifra maggiore di tutta l’industry degli hedge fund. La figura 4, invece, si concentra più sul legame tra concentrazione e common ownership. Si evince, infatti, dal grafico che le società pubbliche americane detenute da investitori istituzionali, che contemporaneamente possiedono almeno il 5% del common equity di un’altra società nella stessa industry, sono passati da meno del 10% nel 1980 a circa il 60% nel 2014 (He & Huang, 2017). Fenomeno che chiaramente non è limitato al solo mercato americano, ma è ben presente anche in quello europeo. Uno studio di Azar et al. del 2017 ha evidenziato come la probabilità che selezionando due società casualmente nello stesso settore dallo S&P 500 abbiano in comune azionisti con almeno il 5% delle quote è passata da meno del 20% nel 1994 a circa il 90% nel 2014.¹²

¹²A. CAPOBIANCO, *Common Ownership by institutional investors and its impact on competition*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 128th Meeting of the Competition Committee, Nov. 2017; J. FICHTNER et al., *Hidden power of big three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*, Business and Politics, 2017; J. HE & J. HUANG, *Product market competition in a world of cross ownership: evidence from Institutional Blockholdings*, Review of Financial Studies, 2017.

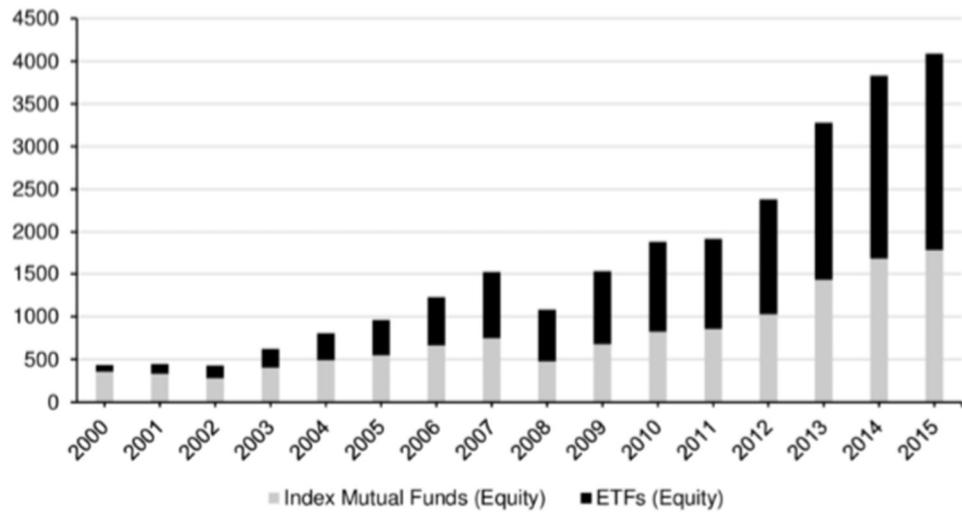


Figura 3: assets under management by passive equity index funds 2000-2015, bn USD¹³

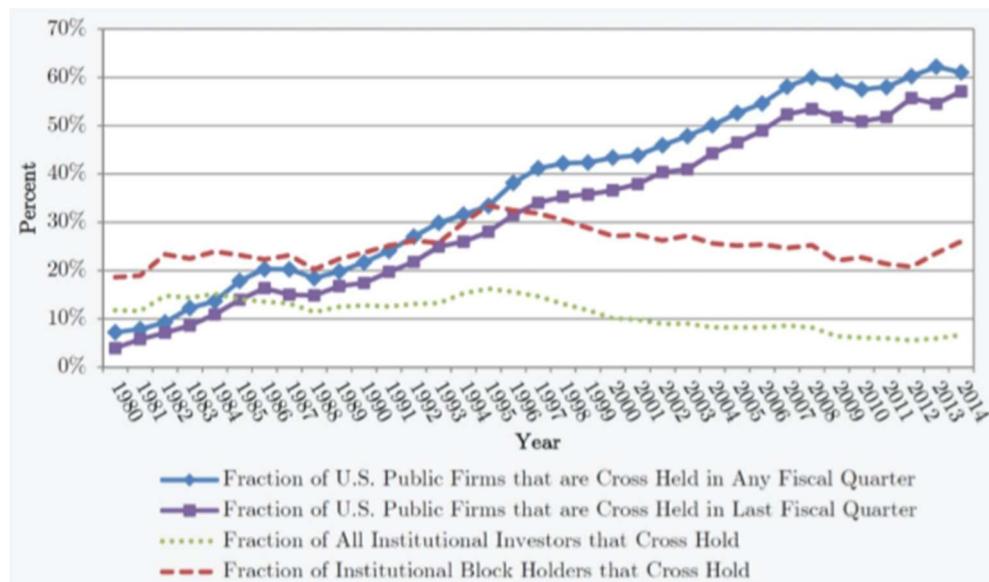


Figura 4: evolution of common ownership in US public firms¹⁴

¹³ Investment Company Institute Fact Book, *BlackRock Global ETP report*, Dec. 2015

¹⁴ J. HE & J. HUANG, *Product market competition in a world of cross ownership: evidence from Institutional Blockholdings*, *Review of Financial Studies*, 2017.

1.2 QUALI SONO GLI EFFETTI PRODOTTI DAL “COMMON OWNERSHIP”

Nel paragrafo precedente si è visto cosa è, e soprattutto da dove nasce, questo fenomeno denominato Common Ownership. Adesso, invece, cercheremo di analizzare quali effetti produce nei diversi settori e quali dinamiche di mercato crea. Lo studio di quali effetti produce il Common Ownership a livello sociale non è banale, in quanto le cause degli eventi osservabili nei diversi settori di mercato, come ad esempio iniquità e marcato potere societario, sono molteplici e poiché spesso sono dovuti al semplice svolgersi delle attività aziendali.¹⁵ I principali effetti prodotti sono:

6. Effetti anti-competitivi;
7. Aumento operazioni M&A;
8. Potere di innalzare i prezzi;
9. Disincentivi all'innovazione;
10. Aumento del peso politico delle società

1. Gli effetti anti-competitivi verranno studiati in maniera più dettagliata e approfondita nel paragrafo successivo, sono qui esposti in modo introduttivo. Essi hanno come causa un indebolimento della competizione tra aziende che potrebbe tradursi in un innalzamento dei

¹⁵ Cfr. T. PRINCEN, *Distancing: Consumption and the severing of feedback*, in T. Princen, M. Maniates, & K. Conca (Eds.), *Confronting Consumption*, pp.103-131, Cambridge, MA: MIT Press, 2002

prezzi e un maggiore potere di mercato per queste. Strategie anti-competitive sorgono, dunque, in situazioni di Common Ownership per i pochi incentivi che le società hanno a spingere i loro manager ad aumentare la propria fetta di mercato. I Common Owners tendono quindi a sostenere strategie che portino benefici a tutto il settore. Quest'ultima tipologia di problema, in particolare, è sorta successivamente alla crescita degli ETF e delle strategie di investimento passive. Il rischio che si viene dunque a creare è che le aziende caratterizzate da questo fenomeno si accordino le une con le altre in modo da danneggiare terze parti. Questo rischio è più significativo nei mercati per loro natura oligopolistici, come ad esempio quello delle aerolinee o quello bancario.¹⁶

2. Si è potuto osservare come nel corso del tempo il Common Ownership abbia spinto le società ad effettuare operazioni di fusione e acquisizione (M&A). Con quale scopo? L'obiettivo principale di ogni società è quello di aumentare la propria market share, non però competendo con le altre società, bensì incrementando la loro dimensione all'interno del mercato di riferimento. Eventi di questo genere sono più

¹⁶ Cfr. J. AZAR et al., *Ultimate Ownership and Bank Competition*, SSRN Electronic Journal, 2016

diffusi tra società che condividono investitori istituzionali, in tal modo essi, infatti, riescono a ridurre il numero di competitors all'interno del settore e aumentare la fetta di mercato a disposizione delle aziende rimanenti.¹⁷

3. Il potere, derivante dal Common Ownership, di innalzare i prezzi può portare a gravi situazioni di inuguaglianza economica, in quanto concentra il benessere e il reddito nelle mani di pochi, cioè le più grandi società di asset management e le grandi aziende in cui esse investono. Questo potere che deriva da una situazione di elevata concentrazione consente una continuazione degli elevati profitti per alcune aziende, ma fornisce un contributo davvero esiguo alla crescita economica generale, poiché questi profitti derivano dal potere di mercato piuttosto che per mezzo della competizione. Una crescita lenta, però, può portare a salari stabili e ad un indebolimento nel processo di creazione di posti di lavoro, aspetti che hanno come conseguenza nel lungo periodo un inasprimento delle condizioni di iniquità.¹⁸
Un recente studio del Fondo Monetario

¹⁷ Cfr. C. BROOKS et al., *Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of merger and acquisitions*, *Journal of Corporate Finance*, 48, 187-216, 2018

¹⁸ Cfr. L. KHAN et al., *Market power and inequality: The antitrust counterrevolution and its discontents*, *Harvard Law & Policy Review*, 11, 235-294, 2017

Internazionale incentrato sulle “corporate giants” mostra, intatti, come il potere di governare i prezzi da parte di queste ultime si rifletta in una diminuzione della quota di reddito per i lavoratori.¹⁹

4. Tale effetto deriva dalla acquisita consapevolezza delle “commonly owned firms” del loro potere di mercato. Tali società rinunciano a spendere in ricerca e sviluppo, in quanto tale voce rappresenta spesso un costo molto elevato e profittevole solo nel medio-lungo periodo ma in grado di fare la differenza in ambienti particolarmente competitivi. Perché dunque le società si muovono in questa direzione? Perché ciò potrebbe ridurre la profittabilità delle altre società all’interno del settore e causare quindi un rallentamento dei profitti a livello di settore. È possibile notare infatti come solitamente un più elevato mark-up sui prezzi potrebbe inizialmente portare incentivi alla spesa in ricerca e sviluppo, ciò però non è vero nei mercati che presentano livelli di concentrazione molto elevati dove invece tale relazione si inverte.²⁰

¹⁹ Cfr. F. DIEZ et al., *Global market power and its macroeconomic implications*, IMF working paper, 18(137), 1, 2018

²⁰ Cfr. M. SCHMALZ, *Common ownership concentration and corporate conduct*, *Annual review of Financial Economics*, 10(1), 413-448, 2018; F. DIEZ et al., *Global market power and its macroeconomic implications*, IMF working paper, 18(37), 1, 2018

5. Il rafforzamento del potere politico risulta più evidente in settori caratterizzati da common ownership e dove sono presenti poche società a causa di barriere all'entrata molto rilevanti e numerose operazioni di M&A. Quando vengono a crearsi queste condizioni le società sono in grado di assicurarsi più tempo per discutere con i policymakers e ricevere quindi più attenzioni da parte degli stessi. All'aumentare della dimensione delle società e al diminuire del loro numero, quindi, esse sono in grado di unirsi attorno ad un unico piano di azione che rappresenti gli interessi comuni. I modi attraverso cui poi tentano di influenzare la politica sono diversi, i canali principali sono però due: si organizzano in lobby o fanno valere la loro potenza strutturale legata al peso economico significativo che detengono all'interno dell'economia che le circonda. L'obiettivo è quello di far leva sulla possibilità di approfittare dei paradisi fiscali e sfruttare il "transfer pricing". Secondo uno studio portato avanti da Drutman nel 2015, i lobbisti sostenevano spese superiori al miliardo per anno per far valere la propria voce in sede di decisione, un ammontare di gran lunga

superiore a quanto speso da laburisti e gruppi di interesse popolare congiuntamente.²¹

Un altro aspetto particolarmente interessante da approfondire nello studio dei possibili effetti che il Common Ownership può causare è quello riguardante gli incentivi/disincentivi di disclosure. Le posizioni a riguardo sono molteplici e soprattutto spesso discordanti.

I primi studi riguardanti tale argomento partirono dall'intuizione secondo cui il common ownership, spingendo verso una riduzione della competitività, spinga le imprese al suo interno verso livelli di disclosure più elevati. Le aziende, quindi, sono decisamente meno preoccupate che le informazioni riservate contenute all'interno delle loro comunicazioni al mercato possano essere utilizzate da competitors per guadagnare, a loro discapito, quote di mercato/incrementare i propri profitti. Questo effetto è riconosciuto come riduzione dei "proprietary cost".

Oltre, però, a questa prima conseguenza, tali studi portano avanti la tesi secondo cui vi sia, in situazioni di common ownership, anche un potenziale aumento dei benefici associati alla disclosure. Vi sono numerosi incentivi per le aziende ad internalizzare le esternalità positive create dalle altre società. Una maggiore comunicazione con il mercato riguardante le

²¹ Cfr. L. KHAN, & S. VAHEESAN, *Market power and inequality: The antitrust counterrevolution and its discontents*, Harvard Law & Policy Review, 11, 235-294, 2017; J.G. RUGGIE, *Multinationals as global institution: Power, authority and relative autonomy*, Regulation & Governance, 12(3), 317-333, 2018

proprie informazioni riservate da parte di un'impresa può, infatti, avere effetto sulla liquidità (aumento della liquidità) e sul costo del capitale (minore costo del capitale). Tutto ciò, ha portato questi primi studiosi a concludere che gli incentivi di disclosure aumentavano in situazioni di common ownership.²²

In contrapposizione a questa concezione dei fatti si colloca lo studio proposto da J. Park, J. Sani e N. Shroff et al. Essi sostengono che vi siano almeno tre motivi per cui il common ownership in realtà non conduca verso miglioramenti a livello di disclosure:

1. Non è molto chiaro fino a che punto e in che modo il Common Ownership dovrebbe garantire una maggiore disclosure. Le società, infatti, nonostante si trovino ad affrontare un minore concorrenza tra di loro, sono comunque esposte a significativi "proprietary costs" derivanti dalle imprese non facenti parte dello schema del common ownership (i.e. imprese private), senza sottovalutare inoltre altri costi di disclosure che la società può trovarsi costretta a sostenere.
2. I detentori di posizioni particolarmente grandi in un'unica società, spesso rappresentati da investitori istituzionali, riescono, all'aumentare dell'opacità del clima di disclosure, ad intavolare operazioni profittevoli basandosi sulle

²² Cfr. A.R. ADMATI, & P. PFEIDERER, *Forcing firms to talk: financial disclosure regulation and externalities*, Rev. Financ. Stud., 13(3), 479-519, 2000; B.J. BUSHEE, & C. LEUZ, *Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from the OTC bulletin board*, J. Account. Econ., 39(2), 233-264, 2005

informazioni private di cui dispongono. Più è radicato questo clima, maggiori sono gli incentivi per gli investitori per cercare di acquisire informazioni privilegiate. Un aumento e soprattutto un miglioramento, quindi, del clima di disclosure non farebbe altro che ridurre le possibilità per i “common-owners”, tipicamente rappresentati da grandi investitori, di sfruttare al massimo le informazioni private, di cui sono a disposizione, per mettere in atto operazioni per loro profittevoli.

3. Le evidenze teoriche ed empiriche fornite dai diversi studi in materia non riescono a dare una visione comune di come e se la competizione influenzi (incrementando o diminuendo) gli incentivi alla disclosure. È quindi ancora meno chiaro come il common ownership possa impattare su questi incentivi.²³

Nel tentativo di risolvere la questione riguardante l'impatto che il Common Ownership può avere a livello di disclosure, risulta particolarmente utile presentare l'analisi portata avanti dagli stessi autori sopra citati. Nel condurre il loro studio essi hanno definito le “firm-year observations” come aventi common owner se un investitore detiene almeno il 5% di

²³ J. PARK et al., *Disclosure incentives when competing firms have common ownership*, Journal of Accounting and Economics, <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.02.001>; Cfr. J. HE et al., *Internalizing governance externalities: the role of institutional cross-ownership*, J. Financ. Econ. Forthcoming, 2018

equity in due o più società di uno stesso settore. La scelta di investitori di questo tipo è legata al fatto che tali soggetti sono in grado di influenzare le decisioni aziendali in diversi modi. Partendo dall'idea secondo cui il common ownership comporta sia una riduzione dei costi di "proprietary disclosure", che un aumento dei benefici legati alla disclosure, tale studio si focalizza su tre diverse forme di "voluntary disclosure": 1) previsioni sui guadagni effettuate dai manager, 2) previsioni sulle capex (capital expenditure) effettuate dai manager, 3) le disclosure "censurate". Queste vengono considerate di particolare rilievo sia per i competitor dell'azienda, in quanto tali informazioni impongono dei "proprietary costs" a chi le fornisce, che per gli investitori nel valutare l'azienda stessa.

1. Studi precedenti a questo hanno evidenziato come le previsioni sui guadagni siano una delle fonti primarie per reperire informazioni "forward-looking" riguardanti le performance attese della società. Queste previsioni non solo forniscono informazioni all'investitore di queste imprese, ma anche ad investitori e manager di società simili. Baginski e Hinson nel 2016, ad esempio, trovarono che le previsioni sui guadagni di data azienda influenzavano il costo del capitale delle aziende facenti parte dello stesso settore. Questo tipo di disclosures tendono, inoltre, ad aggregare informazioni, piuttosto che fornire informazioni dettagliate e granulari che potrebbero essere di maggiore aiuto per i competitors.

2. La seconda forma di “voluntary disclosure” sono le previsioni di capex da parte del management. Questo tipo di previsioni fornisce molte più informazioni riguardanti la proprietà, in quanto rappresentano uno dei più grandi deflussi attesi di cassa per l’azienda. L’importanza e la granularità, quindi, delle informazioni contenute nelle previsioni delle capex è di grande valore per gli investitori. Esse sono, inoltre, alquanto importanti per i competitors, poiché rivelano piani che devono ancora essere sottoscritti, permettendo pertanto al resto delle società di mettere in atto azioni in risposta a questi piani. Motivo per cui in ambienti molto competitivi le società tendono a non fornire questo tipo di informazioni.
3. Aspetto più delicato è quello che riguarda il terzo tipo di “voluntary disclosure”, quello della misura in cui le società nascondono, in un primo momento, informazioni sotto un ordine di trattamento confidenziale della SEC. Le regole richiedono che le aziende presentino tutti i loro contratti materiali con le loro dichiarazioni di registrazione. La SEC, tuttavia, consente alle società di richiedere che le informazioni riguardanti la proprietà contenute nel contratto siano nascoste, solo però dopo che essa stessa abbia approvato ciò.

La selezione del campione di imprese nello studio citato in precedenza è un insieme di società quotate americane con azioni ordinarie scambiate sul NASDAQ, NYSE o AMEX tra il 1997 e il 2015, solo nel caso delle prime due forme di “voluntary disclosure” il campione parte dal 1999 in quanto i dati relativi agli anni precedenti era incompleto.

Quanto presentato fino a questo punto serviva per introdurre i risultati ottenuti da J. Park et al. e riuscire così a dare una risposta alla questione relativa al potenziale impatto del Common Ownership sulle diverse forme di disclosure. Si può osservare dai dati presentati nello studio che il common ownership è positivamente legato alla bontà e alla frequenza delle previsioni sui guadagni e sulle capex. Più nel dettaglio si evidenzia come le aziende che hanno “common owners” sono il 9.5% (22%) più propense a pubblicare previsioni sui guadagni (sulle capex). Risulta, invece, non particolarmente significativo il legame del common ownership con la “censura” dei dati, coerente col fatto che le imprese “co-owned” non presentano integralmente, prima del dovuto, tutte le informazioni. Questo ultimo aspetto è legato probabilmente alla preoccupazione dei manager riguardo la possibile competizione derivante dalle società “non-commonly owned” (per dati ulteriori e tabelle relative all’analisi presentata si rimanda a <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.02.001>).²⁴

²⁴ J. PARK, J. SANI & N. SHROFF et al., *Disclosure incentives when competing firms have common ownership*, *Journal of Accounting and Economics*, <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.02.001>; Cfr. S.P. BAGINSKI, *Intraindustry information transfers associated with management forecasts of earnings*, *J. Account. Res.*, 25(2), 196-216, 1987; Cfr. A.L. BOONE, J.T. WHITE, *The effect of institutional ownership on firm transparency and*

Tra gli effetti più significativi che, però, comporta il common ownership sicuramente non sono da sottovalutare quelli in tema di competizione. Gli incentivi, infatti, a competere in maniera aggressiva con aziende che presentano shareholders in comune potrebbero essere molti di meno. La principale implicazione di ciò è un possibile innalzamento dei prezzi all'interno delle diverse industries. Il dibattito su questa questione è centrato principalmente su due questioni:

- Se gli investitori istituzionali, con azioni all'interno di tutto il settore, hanno incentivi a smorzare la competizione;
- L'abilità di questi investitori nell'influenzare le decisioni del consiglio e del management dell'azienda, in maniera diretta o indiretta che sia.

Gli "effetti unilaterali" derivanti dal common ownership spesso significano crescita dei prezzi, calo della qualità, della varietà dei prodotti o dell'innovazione. In un mercato perfettamente concorrenziale una società sarebbe impossibilitata a deviare dall'equilibrio di mercato, pena la perdita dei suoi clienti a discapito delle concorrenti. Tutto ciò non è sempre vero però in una situazione distorta come quella che si può creare in presenza di common ownership, dove anche un innalzamento unilaterale dei prezzi può essere profittevole, quanto meno dal punto di vista di chi detiene azioni nelle diverse

information production, J. Financ. Econ., 117(3), 508-533, 2015; Cfr. D.W. DIAMOND, R.E. VERRECCHIA, *Disclosure, liquidity, and the cost of capital*, J. Finance, 46(4), 1325-1359, 1991; Cfr. A. PAWLICZEK, A.N. SKINNER, *Common ownership and voluntary disclosure*, Working Paper, 2018.

aziende del settore. Chi detiene quote all'interno di tutte, o comunque la maggior parte, delle aziende di una stessa industry può, infatti, recuperare la perdita di clienti dell'azienda soggetta all'innalzamento dei prezzi con l'aumento dei guadagni dei suoi competitors. Altro tipo di "danno" alla competizione può essere rappresentato da una distorsione di interessi del management che inizia a considerare in modo più significativo gli interessi degli "horizontally-invested shareholders", internalizzando i potenziali effetti sui suoi competitor delle sue decisioni strategiche.

Un modo alternativo in cui il common ownership può influenzare il livello di competizione è quando gli investitori istituzionali provano ad incentivare e incrementare la coordinazione tra le società del loro portafoglio. Detenendo partecipazioni in più aziende, infatti, questi investitori possono agire da "ringmaster", smistando informazioni tra le parti e controllandone il rispetto. Il potenziale guadagno per l'investitore sarebbe una quota delle rendite in eccesso ottenute da ciascuna società.

Gli investitori istituzionali potrebbero anche pensare semplicemente di incoraggiare un comportamento anti-competitivo esercitando una influenza diretta sulle aziende in questione. Poiché essi, però, solitamente detengono quote di minoranza, e ogni tipo di strategia diretta necessita del controllo effettivo dell'investitore, gli investitori istituzionali possono esercitare questo tipo di influenza sul management dell'azienda attraverso due canali: il voto e la voce. Per quanto riguarda il voto, nonostante questi investitori in molti casi non detengano

maggioranze assolute, la loro influenza può essere comunque decisiva, per le seguenti ragioni:

- Bassi livelli di partecipazione agli “shareholder meeting” e di impegno di voto tra gli investitori non istituzionali di minoranza;
- Gli investitori istituzionali, in molti casi, detengono porzioni di azioni più grandi dei rimanenti investitori;
- Se gli investitori istituzionali votano in blocco, formando una coalizione di voto stabile, l’impatto marginale dei loro voti può essere determinante.

Parallelamente al voto, gli investitori possono esercitare la loro influenza sulle decisioni dei manager dell’azienda cercando di interagire il più possibile con loro. Alcune ricerche hanno, ad esempio, evidenziato che tali investitori preferiscono rapportarsi con i membri del management e del board in meeting informali. Queste interazioni possono essere più frequenti e più di ampia portata consentendo quindi di avere un impatto maggiore rispetto al semplice voto formale degli shareholder.

Altra possibilità a disposizione per influenzare il management è quella legata ai compensi per manager, in questo modo si potrebbero creare importanti incentivi per il management a modellare il loro comportamento e le loro strategie. Evidenza di ciò è presentata da alcune recenti ricerche le quali fanno notare che, basando i compensi dirigenziali sulle performance ottenute non più a livello di singola azienda bensì a livello di industry, si riesce ad allineare le motivazioni del

management con quelle degli investitori istituzionali che detengono partecipazioni in tutta l'industry.²⁵

Gli esempi sopra citati di possibili cause ed effetti di anti-competitività legati al common ownership sono, però, stati oggetto di numerose critiche nel corso degli anni. Mentre, infatti, è ampiamente condivisa l'idea secondo cui il common ownership sia causa di anti-competitività quando gli "owners" hanno il pieno controllo di almeno una delle società in cui hanno partecipazioni; nel caso in cui, invece, le quote dei "common owner" siano posizioni di minoranza non è ben chiaro quali risvolti possano avere in termini di competitività. Tra i primi a porsi questo interrogativo furono Daniel O'Brien e Keith Waehrer nel loro studio del 2017. Essi sostenevano che ad uno stato della ricerca così poco avanzato era molto complicato giungere a conclusioni riguardanti i possibili effetti del common ownership sulla competitività.²⁶

Altre perplessità su tali possibili effetti sono state sollevate da A. Capobianco nel documento presentato al 128esimo "Meeting of the Competition Committee" del dicembre 2017. La teoria riguardante gli effetti unilaterali, ad esempio, potrebbe semplificare eccessivamente quanto vi è dietro gli incentivi degli investitori istituzionali. Per poter analizzare la profittabilità di questi effetti dal punto di vista dell'investitore bisogna, infatti, prendere in considerazione non

²⁵ A. CAPOBIANCO, *Common Ownership by institutional investors and its impact on competition*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 128th Meeting of the Competition Committee, Nov. 2017.

²⁶ D.P. O'BRIEN & K. WAHRER, *The competitive effects of common ownership: we know less than we think*, Feb. 2017.

i suoi investimenti in uno specifico mercato, quanto piuttosto considerare il suo intero portafoglio. Effetti quindi benefici per un settore specifico potrebbero in realtà essere dannosi per un altro tipo di industry nella quale l'investitore detiene comunque delle partecipazioni. Lo studio sopracitato sostiene, quindi, che il livello oltre il quale il common ownership riesce a creare incentivi per gli investitori istituzionali per incoraggiare effetti unilaterali dipende dalle altre partecipazioni nel loro portafoglio. Alcune critiche sono state mosse anche verso l'idea secondo cui il voto riesca a fornire un canale diretto di influenza per gli investitori istituzionali per incoraggiare una condotta anti-competitiva. Le principali sono:

- Gli interessi di diversi investitori istituzionali potrebbero non essere allineati, minando quindi la solidità della coalizione di voto. Potrebbe, infatti, verificarsi che effetti unilaterali promossi da un singolo investitore istituzionale portino vantaggi ancora maggiori ai fondi di investimento competitor, i quali potrebbero scegliere di comportarsi da free-rider;
- Il tasso di voti degli investitori istituzionali che divergono dalle raccomandazioni del management è alquanto basso;
- Il range di questioni soggette al voto degli shareholder potrebbe impedire l'influenza degli investitori diversificati all'interno dell'industria;
- In ultima istanza, altri shareholders potrebbero avere interesse a rifiutarsi di appoggiare alcuna

strategia anti-competitiva che porti vantaggio a investitori con quote in altre aziende.

Non è, quindi, completamente chiaro, alla luce dei possibili effetti presentati prima e delle critiche che lo stesso autore porta ad essi, se gli investitori istituzionali sono in grado di controllare attraverso il voto il comportamento di una società in modo che essa tenga in considerazione nel suo operare anche delle quote che essi detengono in altre società.

Per quanto riguarda anche l'influenza diretta che gli investitori possono avere sui manager, tramite interazione diretta con questi ultimi, non è molto chiaro come la "voce" degli investitori possa risultare influente. Più in generale, non è di facile intuizione comprendere se gli investitori istituzionali scelgono di esercitare tutta l'influenza che sarebbe, in linea teorica, a loro disposizione. Anche il tentativo di indirizzare le scelte del management tramite politiche mirate di compensazione non è esente da critiche. L'idea secondo cui un manager dovrebbe agire negli interessi degli investitori diversificati, a discapito degli altri, incentivato da compensi non trova basi empiriche solide. La principale critica a questa tipologia di influenza indiretta sul management è stata mossa da O'Brien e Waehrer. Nei loro studi essi sostengono, infatti, che una compensazione basata sulla performance, come ad esempio le stock option, dia in realtà una spinta unicamente verso la massimizzazione dei profitti della singola azienda, non un

incentivo, quindi, ad incrementare i profitti del settore a spese della propria società.²⁷

1.3 COME MISURARE IL COMMON OWNERSHIP

Nel corso degli anni si sono succeduti vari studi che hanno portato alla luce metodi sempre più sofisticati per misurare il common ownership. I primi studi si incentravano sul calcolo di un indice di concentrazione all'interno del mercato. Con il passare del tempo si è visto che una variabile ancora più rilevante da studiare e misurare per analizzare il common ownership erano i pesi che le società assegnavano ai profitti di tutte le altre. Le ultime ricerche, però, hanno identificato come variabile di maggior rilievo l'impatto che il sovrapporsi di proprietari può avere sugli incentivi al management.

Harford et al. in uno studio del 2011 proposero una misura in grado di calcolare gli incentivi per i "common investors" durante la fusione di due aziende. Notarono che gli shareholders della società offerente erano più propensi ad accettare gli effetti derivanti dal pagamento di un premio di acquisizione più basso sull'impresa target nel caso in cui essi detenevano anche quote all'interno di quest'ultima. Stimarono, così, la quota di proprietà relative di ciascun investitore

²⁷ A. CAPOBIANCO, *Common Ownership by institutional investors and its impact on competition*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 128th Meeting of the Competition Committee, Nov. 2017; Government Accountability Office, United States ("GAO"), *Proxy advisory firms' role in voting and corporate governance practices*, Report to the chairman, Subcommittee on Economic Policy, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 2016.

nell'impresa target (B) su quella acquirente (A) e aggregarono questi pesi relativi, $\alpha_{i,B}/(\alpha_{i,A} + \alpha_{i,B})$, tra gli investitori dell'impresa offerente. Una tale aggregazione sarebbe:

$$HJL(A, B) = \sum_{i \in I} A, B \frac{\alpha_{i,B}}{\alpha_{i,A} + \alpha_{i,B}}.^{28}$$

Altre misure particolarmente interessanti da analizzare sono: HHI, MHHI e la differenza tra i due chiamata delta MHHI. L'indice di Herfindahl-Hirschman è una misura della concentrazione del mercato, usata per determinare la competitività del mercato, spesso prima e dopo operazioni di M&A. È calcolata elevando al quadrato la quota di mercato di ciascuna azienda in un mercato e poi sommando i numeri ottenuti. Il range di valori all'interno del quale si può muovere va da valori prossimi allo zero fino a 10.000.

$$HHI = s_1^2 + s_2^2 + s_3^2 + \dots + s_n^2$$

Il dipartimento di giustizia americano considera un mercato con HHI minore di 1.500 come competitivo, per valori compresi tra 1.500 e 2.500 moderatamente concentrato, per valori superiori a 2.500 molto concentrato.

Da tale misura deriva l'indice di Herfindahl-Hirschman modificato (MHHI), sviluppato da Bresnahan e Salop (1986) e O'Brien e Salop (2000). Il MHHI oltre a misurare la concentrazione di mercato, consente di calcolare i rischi di competitività legati al possesso delle azioni di un'azienda da parte di competitor diretti. Un'altra proprietà importante di tale misura è la sua capacità di scomporre il totale della

²⁸ E.P GILJE et al., *Who's paying attention? Measuring common ownership and its impact on managerial incentives*, National Bureau of Economic Research, working paper 25644, 2019.

concentrazione di mercato in due parti. Il HHI cattura il numero e la dimensione relativa dei competitor, mentre il MHHI delta coglie la reale misura in cui questi competitor sono collegati dal common ownership e da connessioni di mercato. La formula di calcolo è:

$$\text{MHHI} = \sum_j \sum_k S_j S_k \frac{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij}},$$

dove β_{ij} è la quota di proprietà della società j detenuta dallo shareholder i , γ_{ij} è la quota di controllo sulla società j esercitata dallo shareholder i , e k indicano gli j competitor dell'azienda.²⁹

L'ultimo indice proposto in ordine temporale è il GGL proposto da Gilje, Gormley e Levit, il quale cerca di quantificare l'impatto del common ownership su moventi manageriali. Un aspetto fondamentale di questo modello è che si assume che non tutti gli investitori siano particolarmente attenti alle azioni dei manager. Il modello considera un'economia con $N > 2$ società, ognuna col suo manager. Si assume che ci siano $I \geq 1$ grandi investitori, dove la frazione di azioni della n -esima azienda detenuta dall'investitore i è data da $\alpha_{i,n} \in [0,1]$. Si assume che ad ogni azione corrisponda un voto e che non sia possibile effettuare vendite allo scoperto. L'investitore sarà attento all'azione del management con probabilità $g \in [0,1]$. In particolare, tali studiosi ritenevano che g era una funzione crescente di $\beta_{i,n}$, nel senso che gli investitori erano più propensi a prestare attenzione per le quote azionari che comprendevano

²⁹ J. AZAR et al., *Anticompetitive effects of common ownership*, The Journal of Finance, Vol. LXXIII, No. 4, 2018.

la parte più grande del loro portafoglio. La formula generale, quindi per calcolare il GGL diventa:

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

Così definito esso è una misura relativa di come il common ownership influenza gli incentivi manageriali *per unità* di esternalità. Se raddoppia, quindi, il GGL (A, B) ciò riflette un incremento del 100% negli incentivi per i manager di A ad internalizzare le esternalità sull'azienda B.³⁰

CAPITOLO 2: “Common Ownership: come, dove e perché”

2.1 LE BIG THREE: DIFFUSIONE E ORGANIZZAZIONE

BlackRock, Vanguard e State Street, sono questi i più grandi player nel mercato a livello mondiale. La loro dimensione è andata crescendo col passare del tempo, specialmente dopo la crisi del 2008. Ormai la loro diffusione è capillare: oltre ad essere presenti nella quasi totalità dei settori, questi tre soggetti hanno partecipazione in società di tutto il mondo.

Un'analisi, quindi, della significatività delle posizioni da questi detenute risulta essere necessaria.

Sono due i parametri su cui lo studio condotto da Fichtner et al. si concentra, e che questo lavoro intende

³⁰ E.P. GILJE et al., *Who's paying attention? Measuring common ownership and its impact on managerial incentives*, National Bureau of Economic Research, working paper 25644, 2019.

riprendere poiché particolarmente esplicativi: l'ampiezza e la profondità delle partecipazioni. Un investitore ha possedimenti ampi nel caso in cui abbia investito in un grande numero di aziende. Parallelamente, si può definire profonda una partecipazione sulla base della dimensione di ciascuna partecipazione. Il modo migliore di spiegare questi concetti, però, è con l'ausilio di alcuni dati. La figura sottostante (figura 5) ci indica tre differenti livelli di profondità di ownership: partecipazioni >3%, >5%, >10%.

Rank	Name (Country)	Holdings > 3%	Holdings > 5%	Holdings > 10%
1	BlackRock (U.S.)	3,648	2,632	375
2	Vanguard (U.S.)	2,821	1,855	163
3	Fidelity (U.S.)	1,956	1,309	506
4	Dim. Fund Adv. (U.S.)	1,708	590	4
5	State Street (U.S.)	1,113	281	13
6	Capital Group (U.S.)	844	528	121
7	Wellington Mgmt. (U.S.)	765	480	117
8	JP Morgan Chase (U.S.)	745	311	49
9	Franklin Templeton (U.S.)	743	440	117
10	T. Rowe Price (U.S.)	685	399	124
11	Invesco (U.S.)	601	289	85
12	Affiliated Mgrs. (U.S.)	562	248	40
13	Schroders (U.K.)	532	355	108
14	Legg Mason (U.S.)	527	252	49
15	Morgan Stanley (U.S.)	458	217	34

Figura 2: top 15 global blockholders di partecipazioni aziendali

Dalla tabella di sopra si può notare come BlackRock e Vanguard siano di gran lunga i più grandi blockholders a livello mondiale nelle compagnie quotate per due livelli soglia sue tre, cioè quelli del 3 e 5 percento. Queste posizioni sono locate in un gran numero di nazioni sparse a livello mondiale. BlackRock detiene il 5% di quote in più della metà delle società quotate americane. Questi due investitori si può notare come abbiano possedimenti superiori al 10% in numero decisamente minore rispetto alle soglie più basse.

State Street, l'ultima componente delle Big Three, è decisamente più piccola a livello di "large blockholdings", in quanto il suo profilo proprietario è più piccolo e meno profondo; come testimoniano i numeri relativi alle soglie più basse.

In contrasto con la filosofia ed il modo di operare delle Big Three vi è Fidelity, il più grande "Mutual Fund Group". Il suo profilo proprietario è, infatti, chiaramente più ampio e profondo; non a caso è il fondo con più partecipazioni superiori al 10%. La tendenza delle Big Three è quella di replicare indici azionari grandi e assodati, come ad esempio lo S&P 500, i quali sono pubblicamente disponibili. Questo fenomeno avvicina, però, sempre di più ad una situazione in cui BlackRock, Vanguard e State Street detengono "ownership positions" parallele in un numero sempre crescente di società pubblicamente quotate. Una delle conseguenze più importanti che comportano i dati sopra citati è che un numero grande e crescente di società quotate, specialmente in America, si trova a dover fronteggiare come suo più grande shareholder le Big Three. Congiuntamente queste, infatti, costituiscono lo shareholder singolo più grande in almeno il 40 per cento di tutte le società quotate americane. Restringendo il campo al "solo" S&P 500 queste tre società rappresentano, sempre in maniera congiunta, il più grande proprietario di 438 su 500 società. Queste aziende co-owned costituiscono circa l'82 per cento della market capitalization dell'indice stesso. Dove le Big Three non rappresentano il principale shareholder è perché queste sono dominate da individui privati: Berkshire Hathaway (Warren Buffet), Amazon.com (Jeff Bezos), Facebook (Mark Zuckerberg), etc.

È quindi particolarmente evidente come BackRock, Vanguard e State Street, quando osservate congiuntamente, hanno una posizione di potenziale impareggiabile potere sul mondo delle corporate americane.

Questo potere, però, è usato dalle Big Three per attuare strategie centralizzate attive di corporate governance? Per rispondere alla domanda vengono presentati i dati offerti dallo studio Fichtner et al. del 2017. In questa analisi viene misurata la coordinazione del comportamento di voto degli asset manager nelle elezioni aziendali nei loro fondi, e quanto spesso votano in

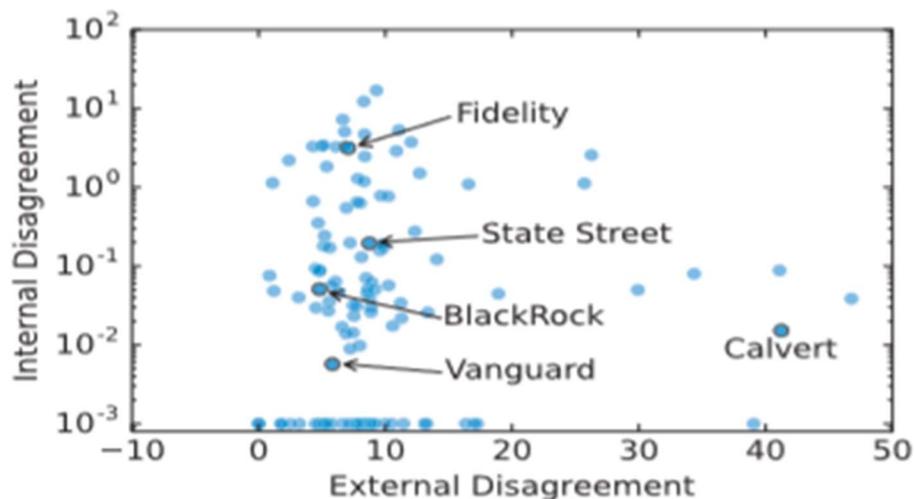


Figura 3: coordinazione e inclinazioni pro-management nel comportamento di voto

accordo con il management. I voti degli shareholder vengono raggruppati in due categorie: i voti in linea con le raccomandazioni del management sono i voti con il management; tutti gli altri sono i voti non con il management. La heatmap di cui sopra (figura 3) presenta i risultati dell'analisi e permette di capire a pieno il comportamento di voto.

Con "Internal Disagreement" si vuole misurare la percentuale di proposte dove i fondi gestiti da un asset manager hanno votato in direzioni differenti; con "External

Disagreement” si vuole, invece, misurare la percentuale di casi dove un asset manager ha votato contro le raccomandazioni del management.

Dal comportamento di voto delle Big Three si evince che il livello di “internal agreement” in sede di votazione all’interno dei loro fondi è particolarmente elevato. BlackRock e Vanguard si trovano, infatti, degli asset manager con comportamenti di voto internamente coerenti. In BlackRock solo in 18 su 100'000 proposte di voto un dei fondi non vota allineandosi agli altri; per Vanguard tale valore è ancora più piccolo, in quanto solo in 6 su 100'000 delle proposte di voto si verifica un voto misto; per quanto riguarda State Street, invece, si osservano valori leggermente maggiori, infatti in 195 su 100'000 proposte di voto si osserva “internal disagreement”.

Le conclusioni a cui lo studio giunge dopo aver presentato i dati sono chiare e di grande rilievo. Alla luce di questi numeri appare, infatti, evidente come le Big Three siano in grado attuare, ma soprattutto mettono in pratica, strategie di voto centralizzate. Dalla figura 3 guardando lungo l’asse orizzontale si può notare come il management può affidarsi in larga misura sul supporto degli asset manager. BlackRock, Vanguard e State Street sono, infatti, al fianco del management nel 90% delle occasioni di voto. Questo crea preoccupazioni sempre maggiori a numerosi stakeholders riguardo la possibile mancata risposta dei fondi di investimento alle criticità della corporate governance. Diventa quindi molto interessante provare a capire su quali questioni le Big Three si oppongono al management. Tipicamente il management può raccomandarsi di votare a favore o contro una certa proposta, e le Big Three

possono scegliere se assecondare tale richiesta o meno. Nella maggior parte dei casi se il management chiede di votare contrari ad una data proposta le Big Three assecondano tale richiesta; si oppongono ad una richiesta di voto contrario solo nel 6% dei casi BlackRock, nel 2% dei casi Vanguard e nel 5% dei casi State Street. Questo tipo di proposte, a cui il management chiede di opporsi, è di solito portato avanti da shareholders particolarmente attivi. Le Big Three si alleano con il management nel tentativo di respingere potenziali investitori arrivi non graditi alle due parti in causa. A conferma di ciò si osserva che la maggior parte delle proposte a cui le Big Three votano contrarie in accordo col management riguardano l'ESG, aspetto principalmente proposto da shareholder attivi (il 77% delle volte BlackRock e il 44% e 43% delle volte Vanguard e State Street). L'aspetto però più interessante da analizzare è quando le Big Three si oppongono a raccomandazioni di voto positive da parte del management. Questa situazione si verifica quasi la metà delle volte quando si deve (ri)eleggere il consiglio direttivo (BlackRock 50%, Vanguard 46%, State Street 45%). Questo lascia pensare ad una strategia di voto dove le Big Three tendono a supportare il management, con la consapevolezza però di poter usare il loro poter di shareholder per votare contro di loro nel caso in cui non siano soddisfatti. Si può giungere, così, a due conclusioni. Per prima cosa, la tendenza di voto da parte delle Big Three alle assemblee generali è di gran lunga a favore del management e non riflette un atteggiamento attento nei riguardi della corporate governance. Seconda cosa, l'elevata propensione a votare contro le (ri)elezioni del management è in linea con la convinzione secondo cui le Big Three userebbero il

loro potere di voto per essere sicuri di avere le attenzioni del management. Queste tre società, infatti, solitamente preferiscono influenzare il management in maniera privata piuttosto che attraverso un attivismo esagerato. BlackRock, infatti, crede che “meeting a porte chiuse possono aprire molte più strade rispetto a votare contro il management”. Ognuna delle Big Three possiede potere talmente grande da poter influenzare centinaia di aziende in incontri privati di questo tipo.³¹

2.2 IL COMMON OWNERSHIP E LE SUE IMPLICAZIONI A LIVELLO DI GOVERNANCE

La maggior parte delle teorie sviluppate fino ad ora sulla *blockholder governance* considera una sola azienda, nonostante, nella realtà, molti investitori istituzionali detengano quote in una moltitudine di società. Sorgono allora due questioni: il fatto di detenere più quote può indebolire la governance facendo diventare lo strato dei blockholder troppo disperso? Se ciò non è vero, quali sono le condizioni sotto le quali il “multi-firm ownership” può migliorare la governance? E, seconda questione, può il common ownership portare ad una correlazione tra i

³¹ J. FICHTNER et al., *Hidden power of the big three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*, Business and Politics, 19(2), 298-326, 2017; Cfr. Bebchuck et al., *The case for increasing shareholder power*, Harvard Law Review, 118(3), 833-914, 2005; Cfr. Davis et al., *Business ties and proxy voting by mutual funds*, Journal of Financial Economics, 85(2), 552-570, 2007; Cfr. McCahery et al., *Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors*, Journal of Finance, 71(6), 2905-2932, 2016.

prezzi delle azioni nonostante i fondamentali delle due azioni siano indipendenti?

È interessante analizzare, quindi, come il common ownership possa influenzare la governance delle aziende e capire quando ed in che modo si manifestano queste influenze.

Nello studio proposto Edmans, Levit e Reilly, si pone l'accento sugli interrogativi precedenti sviluppando un modello di analisi nel quale i blockholder governano attraverso "l'uscita", sottoponendo i manager al "ricatto" della vendita delle azioni nel caso in cui essi si rendano colpevoli agli occhi dell'investitore dei cattivi risultati aziendali. La vendita di queste azioni riduce il valore dell'equity compensation per i manager ex post, così da indurre questi ultimi a massimizzare il valore dell'azienda ex ante. La scelta effettuata dagli studiosi di analizzare la governance attraverso "l'uscita", piuttosto che con la "voce" (gli interventi), si basa su tre motivazioni principali: "l'uscita" è il meccanismo più usato dalle istituzioni, se detenere più quote significa che l'investitore possiede frazioni più piccole in ciascuna azienda, allora potrebbe avere diritti di controllo insufficienti per intervenire, "l'uscita" ha implicazioni di asset pricing.

Per analizzare gli effetti del common ownership lo studio parte da un modello nel quale il blockholder detiene azioni in un'unica azienda. In equilibrio il manager avrà deluso le attese se e solo se il valore delle perdite sarà al di sotto di una soglia prefissata. Il blockholder osserva le azioni dei manager e, basandosi su queste informazioni, potrà vendere le azioni o alternativamente tenerle fino a quando il valore dell'azienda non sarà realizzato. Questo tipo di azioni intraprese dall'investitore sarà visto dal mercato, ma non rivelerà tutte le informazioni

poiché egli potrebbe aver venduto azioni anche solo per bisogno di liquidità. Il ricatto, quindi, di vendere azioni disciplina il manager e abbassa la soglia al di sotto della quale egli ha deluso le attese.

L'analisi però più interessante è quella che osserva due aziende indipendenti, dove il blockholder detiene quote in entrambe. Quest'ultimo in tal caso può soddisfare i bisogni di liquidità vendendo o metà delle sue quote in ognuna delle società, o vendendo integralmente la sua partecipazione in una azienda. Ma implicazione chiave del common ownership è che la decisione di vendere è fatta a livello di portafoglio e non a livello aziendale. In un sistema come questo le implicazioni del common ownership riguardano gli incentivi a lavorare più o meno intensamente per i manager aziendali. Se entrambi i manager lavorano e non ci sono shock di liquidità, il blockholder manterrà entrambe le quote; in caso di shock di liquidità ed entrambi i manager lavorano o non lavorano adeguatamente, egli venderà metà delle sue partecipazioni in entrambe le aziende ("balanced exit"). Il caso più interessante da indagare è però quello in cui un manager delude le attese e l'altro lavora. Il blockholder ha due opzioni: vendere solamente l'azienda che ha sottoperformato ("imbalanced exit"), lo svantaggio in questo caso sarà che vendere una sola delle due rivelerà al mercato che il manager ha deluso e operato male, e quindi riceverà dalla vendita delle azioni un prezzo basso. Nella seconda opzione il blockholder può decidere di adottare una balanced exit, così da mascherare la sua operazione come se fosse stata guidata da uno shock di liquidità. In questo caso le perdite derivanti dalla vendita della società performante potrebbero essere

compensate dal prezzo di vendita maggiore che si potrà ricevere dalla cessione delle azioni dell'azienda sottoperformante.

I risultati ottenuti da questo studio condotto nel 2014 dalla National Bureau of Economic Research sono particolarmente interessanti da indagare in quanto mostrano la dimensione e l'importanza degli effetti del common ownership sulla governance aziendale. Uno dei risultati ottenuti ci definisce innanzitutto quale dei due modelli, quello ad una sola società o quello a due, è più efficiente. La scelta tra i due dipende dalla probabilità con cui il blockholder sceglierà una imbalanced exit, all'aumentare di questa probabilità, che dipende dalla dimensione degli "agency problem", il modello con due aziende diventa sempre più efficiente rispetto al primo. L'efficienza quindi della governance nel modello multi-aziendale dipenderà dalle caratteristiche del portafoglio delle società. La spiegazione di questo risultato è facile. Nel modello ad una sola azienda, infatti, se il manager lavora la sua azienda è venduta solo nel caso in cui il blockholder dovesse soffrire di uno shock di liquidità. Nel modello multi-aziendale e un'ipotesi di balanced exit, se un manager sottoperforma, l'altro manager, se il blockholder non soffre alcuno shock, è venduto in ogni caso sia che lavori sia che no. Gli incentivi a lavorare per il manager, quindi, sono bassi e ciò non fa altra che ridurre l'efficienza della governance. Attuando, invece un imbalanced exit, come suggerito dallo studio, il modello multi-aziendale rimane sempre il migliore, poiché la presenza di più aziende permette all'investitore di far fronte ai suoi bisogni di liquidità in più modi. Da ciò derivano principalmente due conseguenze. In primo luogo, la ricompensa per aver lavorato è più alta. Con questo tipo

di uscita, infatti, se il manager lavora e riesce a far performare la propria azienda non è mai venduto anche in caso di shock di liquidità per il blockholder. In secondo luogo, la pena per chi non riesce a far performare la propria azienda è più severa. Un'azienda che dovesse sottoperformare i propri obiettivi sarà, infatti, sicuramente venduta e il segnale che arriverà al mercato sarà forte ed evidente. Riassumendo, quindi, quando i problemi di agenzia sono significativi, poiché i benefici privati sono alti o le preoccupazioni dei manager nei confronti del prezzo delle azioni sono basse, il modello ad una sola azienda diventa il migliore poiché tali effetti sono mitigati dal common ownership. Gli effetti legati alla concentrazione di portafoglio, inoltre, sono molto meno evidenti. Non è, infatti, facile capire se tali effetti siano negativi o positivi ex ante; a spostare l'ago della bilancia sono la dimensione e la rilevanza dei problemi di agenzia e la probabilità che si verifichino shock di liquidità.

Un secondo grande risultato ottenuto dallo studio sopracitato, ci rivela come il common ownership, anche in situazioni dove i fondamentali delle società sono indipendenti, conduce a una correlazione tra i prezzi azionari delle stesse. Da un lato, infatti, shock di liquidità portano alla vendita di entrambe le aziende, portando verso il basso i prezzi delle azioni. Dall'altro lato si può notare come una imbalanced exit porti a ribasso solo il prezzo dell'azienda venduta mentre a rialzo quello dell'altra. La correlazione, quindi, diventa negativa col crescere della probabilità che si verifichi una imbalanced exit.

Il common ownership, inoltre, riesce ad influenzare la governance in quanto crea delle interazioni strategiche tra i manager di società che altrimenti sarebbero totalmente non

correlate. Analizziamo due casi riprendendoli dallo studio della “NBER”, che spiegano come sono e perché avvengono queste interazioni. Nel caso di balanced exit il manager di un’azienda che lavora è venduto se l’altro manager non lo fa. Questo comportamento da parte degli investitori fa sì che più sarà grande la probabilità che l’altro manager non lavori, più diminuiranno gli incentivi a lavorare per il primo manager. Le azioni dei manager sono quindi, in questo caso, complementari. Nel caso di imbalanced exit, invece, le azioni dei manager diventano perfetti sostituti. Se un manager lavora mentre l’altro sottoperforma le attese, infatti, anche se l’investitore dovesse soffrire uno shock di liquidità, il primo non sarebbe mai venduto poiché il blockholder venderà solo il secondo. In questo caso, quindi accade il contrario, all’aumentare della probabilità che l’altro manager sottoperformi, gli incentivi per il primo manager a lavorare sono sempre maggiori.

Si può concludere dunque che il common ownership, sulla base delle evidenze presentate dallo studio, possa creare delle esternalità a livello di governance tra le aziende, i comportamenti di un manager hanno effetti diretti sul tipo di incentivi a lavorare sodo che l’altro può avere. L’analisi condotta da questi studiosi mostra inoltre come la governance sotto common ownership sia più forte. Questo si evince dal fatto che il blockholder è più propenso a scegliere una imbalanced exit quando i problemi di agenzia sono importanti o gli shock di

liquidità sono poco frequenti, tutti elementi che danno maggior rigore alla governance.³²

2.3 IL COMMON OWNERSHIP NEI DIVERSI SETTORI

Dopo aver visto chi sono i tre principali player a livello mondiale, la loro diffusione e organizzazione. Dopo aver analizzato gli effetti che il common ownership può avere sulla governance aziendale. Ora ai fini di una presentazione precisa e dettagliata, verrà analizzato il fenomeno nei diversi settori in cui è presente, così da capire anche nel particolare, a livello micro, e non solo in generale, a livello macro, cosa comporta il common ownership, come si sviluppa e chi sono i soggetti presenti.

I settori dove il livello di common ownership raggiunge livelli abbastanza significativi da giustificare una sua trattazione approfondita sono vari. Quelli che verranno presi in considerazione in questo lavoro sono: il settore chimico in Germania, quello bancario e delle aerolinee americane, quello farmaceutico e quello dell'agrifood.

Il settore chimico tedesco è particolarmente interessante da analizzare poiché è qui che hanno sede alcune delle più grandi aziende a livello mondiale del settore. Osservano le tre più grandi aziende chimiche tedesche - BASF, Bayer, Linde – si nota come già dagli inizi del 2007 la presenza di investitori

³² A. EDMANS et al., *Governance and comovement under common ownership*, National Bureau of Economic Research, working paper 20420, Aug. 2014; Cfr. Antòn, Miguel and Christopher Polk, *Connected stocks*, Journal of Finance 69, 1099-1127, 2014; Cfr. Bharath et al., *Exit as governance: An empirical Analysis*, Journal of Finance 68, 2515-2574, 2013.

istituzionali era particolarmente evidente. Si è avuto, inoltre, un passaggio progressivo da investitori istituzionali tedeschi a stranieri. BlackRock, ad esempio, è passata dal 2% delle quote in BASF nel 2007 al 9% e oggi è il più grande investitore; Allianz, invece, è scomparsa dalla top 5. Conclusioni analoghe si possono effettuare per la Bayer, dove BlackRock è passata dal 2 al 10%,

2007					
BASF		Bayer		Linde	
AllianceBernstein L.P.	7	Capital Group	13	Capital Group	11
Allianz Group	3	Fidelity Investments	7	Cominvest Asset Management	10
HarbourVest Partners	2	Capital World Investors	3	Deutsche Asset Management	6
BlackRock	2	HarbourVest Partners	2	Allianz Group	6
Union Investment	2	BlackRock	2	Fidelity Investments	6
2015					
BASF		Bayer		Linde	
BlackRock	9	BlackRock	10	BlackRock	7
NBIM	3	Capital World Investors	5	NBIM	7
Credit Suisse	2	MFS Investment Management	3	MFS Investment Management	5
UBS Asset Management	2	Vanguard Group	2	Dodge & Cox	3
Deutsche Asset Management	2	Fidelity Investments	2	Northern Cross	3

Figura 4: top 5 investitori nelle top 3 aziende chimiche tedesche

diventando anche qui il più grande investitore. Ma l'aspetto più interessante è che nonostante queste quote relativamente piccole, BlackRock è comunque il singolo azionista più grande di BASF, Bayer e Linde, come si può osservare nella figura sottostante (figura 4). La sua figura si più grande investitore in tutte e tre le compagnie chimiche lo rende un "common owner" particolarmente rilevante, ponendolo soprattutto in una posizione in grado poter influenzare le strategie competitive delle aziende.³³

Spostando la trattazione alle aziende operanti nell'agrifood si osserva che negli ultimi tempi le compagnie di asset management sono iniziate a diventare importanti shareholders di numerose aziende del settore: dai fornitori di

³³ J. SELDESLACHTS et al., *Changes in common ownership of german companies*, DIW Economic Bulletin 30.2017

input, ai fornitori di equipaggiamenti, dalle aziende che commerciano in cereali, a quelle che li processano. Un numero, quindi, crescente di aziende che operava come competitor tra di

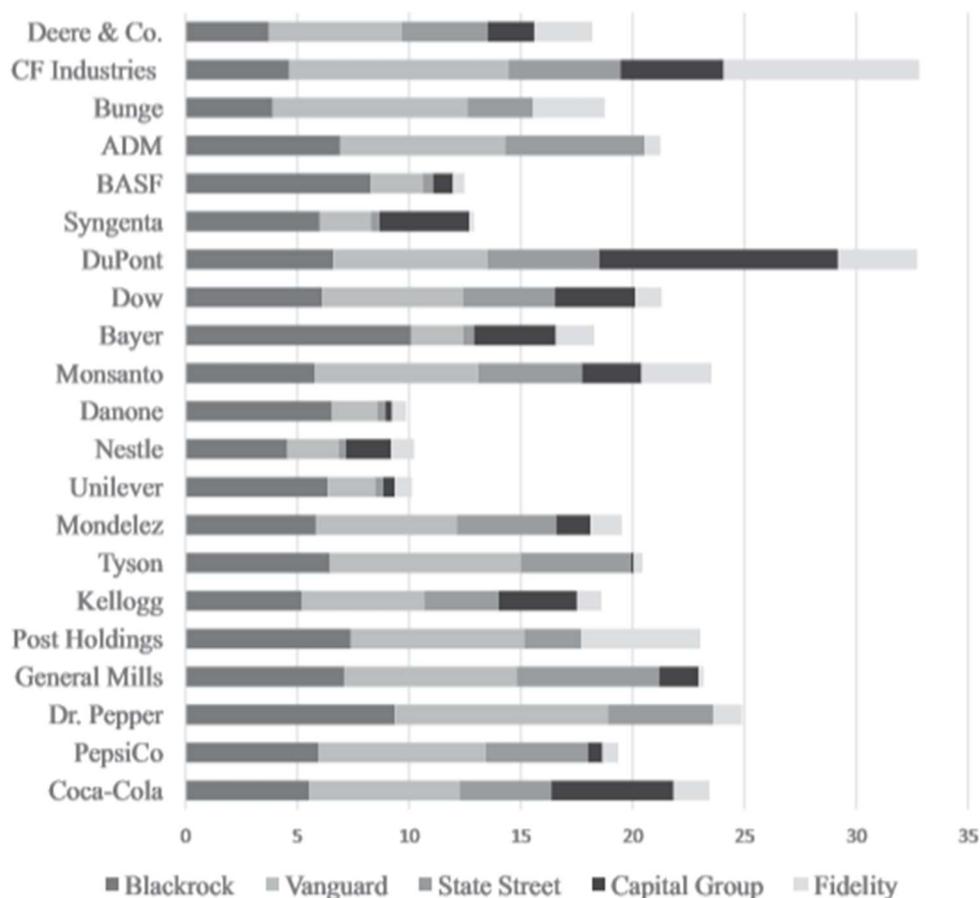


Figura 5: percentuale di azioni proprietarie delle maggiori aziende dell'agrifood

loro adesso hanno condividono sempre di più gli stessi proprietari. I giganti dell'asset management – BlackRock, Vanguard, State Street, Fidelity e Capital Group – detengono quote significative in aziende che dominano in vari punti nella “supply chains” dell'agrifood. Considerate congiuntamente queste società detengono tra il 10% e il 30% delle azioni delle “top firms” del settore.

È importante sottolineare, inoltre, che il mercato mondiale degli input agricoli era già altamente concentrato

prima dell'avvento di questi giganti dell'asset management. Nel 2013, prima di molte delle fusioni che sono poi intercorse negli anni, il mercato mondiale dei pesticidi aveva un valore di mercato complessivo intorno ai 54bn di dollari, il 75% di questi era controllato dalle azioni delle sei aziende più grandi (Monsanto, Bayer, Dow, DuPont, Syngenta e BASF), con le top tre che da sole (Syngenta, Bayer, BASF) rappresentavano il 51% del mercato. Nel mercato mondiale dei semi, un valore pari a 39bn di dollari, le stesse sei aziende detenevano congiuntamente il 62% delle quote di mercato nel 2013, con le top tre che ne controllavano da sole il 55% (Monsanto, DuPont, Syngenta). Col tempo poi, il common ownership delle cinque grandi compagnie di asset management è diventato sempre più significativo tra le sei aziende, specialmente nel caso di Bayer, Monsanto, Dow e DuPont. Questo è un concetto di importanza cruciale, in quanto la capacità delle società di alzare i prezzi senza dare seguito a ciò con aumenti della qualità dei prodotti o dei servizi cresce all'aumentare della concentrazione dei mercati. Dato l'elevato grado di concentrazione del mercato agricolo, è facile pensare che il common ownership abbia contribuito in maniera significativa sia nel mercato dei semi che in quello chimico.

Analizzando, ad esempio, l'andamento dei prezzi dei semi come fatto dallo studio di Jennifer Clapp nel 2019 si può giungere a conclusioni importanti. Si osserva che dal 1997 al 2017, il prezzo corretto per l'inflazione per acro di semi di mais, soia e cotone (le tre coltivazioni di semi chiave dove le sei imprese dominano) è più che raddoppiato, mentre il prezzo corretto per l'inflazione per acro del grano nello stesso periodo

(per il quale la ricerca e lo sviluppo ha preso molto più piede nel pubblico piuttosto che nelle sei società) è rimasto stabile sugli stessi livelli (figura 6).

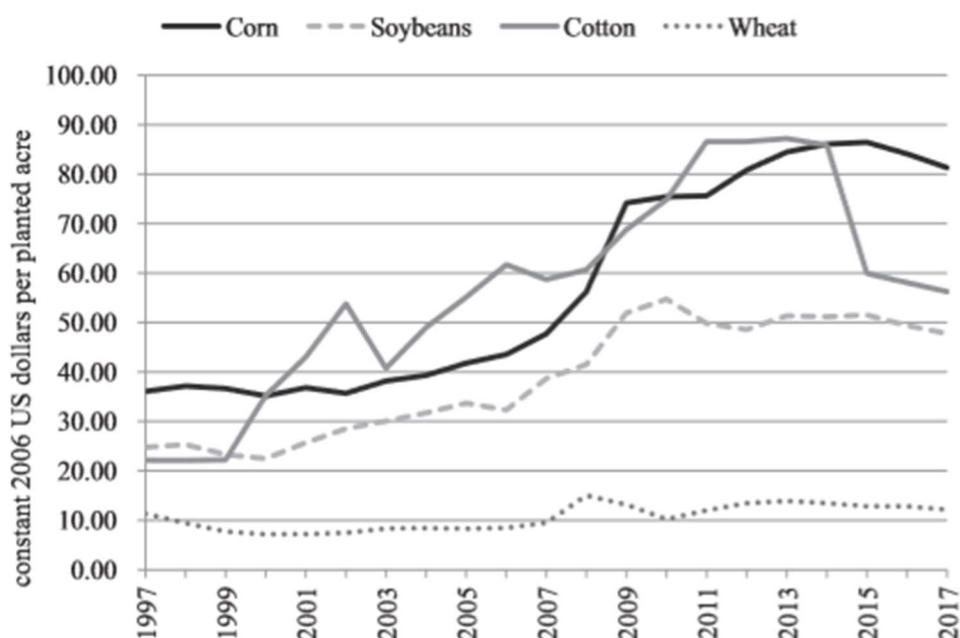


Figura 6: prezzi dei semi corretti per l'inflazione (USDA data)

Un recente studio, infatti, ha dimostrato che il common ownership è responsabile di questa crescita dei prezzi per circa il 15%, mentre l'elevata concentrazione aziendale è responsabile per un altro 14% circa.³⁴

L'analisi del settore farmaceutico è più complessa, ma dai risultati decisamente più interessanti. Nello sviluppo del lavoro si è scelto di indagare specialmente il mercato americano per due motivazioni: sei delle top dieci aziende farmaceutiche sono americane e, soprattutto, perché la spesa in assistenza

³⁴ J. CLAPP, *The rise of financial investment and common ownership in global agrifood firms*, Review of International Political Economy, DOI, 2019; Cfr. P. MOONEY, *Blocking the chain: Industrial food chain concentration, big data platforms and food sovereignty solutions*, Ottawa, ON: ETC Group, 2018.

sanitaria come percentuale del PIL è tra le più alte del mondo in America. Questo mercato è stato scelto anche perché è il più grande per volumi di vendita, rappresenta circa il 50% contro “solo” il 22% circa del Europa; il valore totale di questo mercato è pari a circa 484.9 miliardi di dollari, più del doppio del valore complessivo del mercato europeo. Guardando i dati si nota immediatamente come il livello di concentrazione in questo mercato sia molto elevato e la presenza delle Big Three sia molto marcata. Analizzando le dieci più grandi società americane si nota come Vanguard, ad esempio, oltre ad essere presente in tutte al pari delle altre due (BlackRock e State Street), ha quote mai inferiori al 12%, rappresentando il singolo shareholder più grande. Conducendo un’analisi sui maggiori shareholder delle diverse società si ottengono i seguenti risultati:

- Johnson & Johnson: Vanguard (più del 13%), BlackRock e State Street;
- Pfizer Inc.: Vanguard (più del 13%), BlackRock e State Street;
- Merck & co., Inc.: Vanguard (più del 14%), BlackRock, State Street, Wellington, Capital;
- AbbVie Inc.: Vanguard (più del 12.5%), Capital (più del 12%), BlackRock, State Street;
- Abbott Laboratories: Vanguard (più del 14.5%), BlackRock, Capital, State Street;
- Eli Lilly and Company: Vanguard (più del 18%), Lilly Endowment, Inc. (più del 11%), BlackRock, Wellington, State Street;
- Amgen Inc.: Vanguard (più del 14%), FMR (Fidelity), BlackRock, Capital, State Street;

- Bristol-Myers Squibb Company: Vanguard (più del 18%), Wllington, BlackRock, State Street;
- Gilead Sciences: Vanguard (più del 12.5%), BalckRock, State Street, Capital;
- Biogen Inc.: Vanguard (più del 19%), BlackRock, Primecap, FMR, State Street.

Da questi numeri si evince, quindi, che il settore presenta una concentrazione molto elevata e che i player sono nella stragrande maggioranza dei casi sempre gli stessi. Dopo aver osservato questi dati sorge spontaneo chiedersi se questi livelli elevati di common ownership non portino a delle distorsioni di mercato.

Iniziamo l'analisi distinguendo le aziende del settore in brand o generic companies. Le prime sono quelle che affrontano grandi spese in ricerca e sviluppo per portare nuovi prodotti sul mercato, i quali dopo aver ricevuto l'approvazione dal FDA (Food and Drug Administration) ricevono protezione di esclusività per un periodo che va dai tre ai sette anni. Le "generic companies", invece, producono identiche repliche dei prodotti portati sul mercato dalle "brand companies", dopo che la protezione sul prodotto è terminata, a prezzi più bassi.

Le conclusioni a cui si può giungere in maniera intuitiva sono però anche supportate da evidenze empiriche, come dimostra lo studio di M. Newham et al. del 2018. L'ingresso nel mercato di una "generic company" nel mercato si può immaginare possa essere la causa di perdite di reddito per una "brand company" anche maggiori dei potenziali guadagni derivanti dall'ingresso per la "generic company". Vi sono studi, infatti, che mostrano come all'aumentare dei livelli di common

ownership si riduca l'ingresso delle "generic company" poiché i common owners hanno sia gli incentivi che le abilità per disincentivare l'ingresso. Da questa evidenza lo studio sopracitato mostra come un più alto common ownership tra una potenziale "generic firm" entrante e una "brand firm" già presente in uno specifico "drug market" ha un effetto significativamente negativo sulla probabilità che la "generic firm" entri realmente in quel mercato; un aumento, infatti, di una standard deviation nei livelli di common ownership comporta una riduzione della probabilità di ingresso della "generic firm" del 9-13%. Data, però, l'importanza dell'ingresso nel mercato delle "generic firms" per la loro capacità di ridurre i prezzi e di conseguenza abbassare il costo della sanità, si può concludere che il common ownership sia anche potenzialmente causa di un innalzamento dei costi per i consumatori e per i beneficiari dell'assistenza sanitaria.³⁵

Altro settore in cui si può notare un elevato livello di common ownership e dove gli effetti da esso provocati sono particolarmente rilevanti è quello bancario. La trattazione del fenomeno in questo settore è molto complessa e delicata, poiché l'andamento di elementi come tassi di interesse su depositi, "fee" legate a particolari servizi, ecc., sono dipendenti da moltissime variabili spesso totalmente estranee al livello di concentrazione del settore o all' "overlapping" dei proprietari. Sia nel mercato bancario europeo che americano la presenza di

³⁵ M. NEWHAM et al., *Common ownership and market entry: Evidence from the pharmaceutical industry*, DIW Berlin, discussion paper, 2018; Cfr. F.M.S. MORTON, *Barriers to entry, brand advertising, and generic entry in the US pharmaceutical industry*, International Journal of Industrial Organization, 18(7), 1085-1104, 2000.

common ownership è molto marcata. In entrambi i mercati si nota come anche in questo settore la presenza delle Big Three è preponderante rispetto ad altri investitori, specialmente nel mercato europeo. Selezionando un campione di banche dai maggiori paesi europei (Deutsche Bank, Banco Bilbao, Banco Santander, Banco Popolare, BPM) si sottolinea il primeggiare di BlackRock come maggiore shareholder in cinque di questi sei

HSBC	%	Deutsche Bank	%	Banco Popolare	%
BlackRock	5.9	BlackRock	6.2	BlackRock	5.1
Legal & General	3.0	Paramount	3.1	Norges Bank	3.7
Vanguard	2.3	Supreme Universal	3.1	Fond CdRdL	2.9
State Street	2.2	DB, PB&IBI	2.6	Dimensional Fund	2.5
Norges Bank	2.0	Merrill Lynch	2.5	Vanguard	2.0
BPM	%	Banco Bilbao	%	Banco Santander	%
BlackRock	5.2	BlackRock	4.9	State Street	12.7
Time & Life	4.0	JP Morgan	3.6	Vanguard	9.9
Dimensional Fund	3.4	Lyxor	2.9	BNY Mellon	6.1
Norges Bank	3.0	Vanguard	2.0	BlackRock	5.2
Standard Life	2.0	Amundi	1.9	Societe General	4.0

Figura 7: maggiori shareholder banche europee

casi, con le altre due ad inseguire comunque sempre all'interno delle top cinque posizioni. Come evidenziato in figura 10.³⁶

Differente, invece, appare il panorama americano. In questo caso, nonostante le Big Three siano comunque gli attori protagonisti di questa scena, vi sono altre società che insidiano le loro posizioni di top shareholder. Questi soggetti non sono però totalmente nuovi, infatti, sono stati incontrati in molti dei settori in precedenza analizzati. Berkshire Hataway, ad esempio, che rappresenta il più grande shareholder di tre delle più grandi banche americane, era tra i top shareholder anche nel settore

³⁶ A. CAPOBIANCO, *Common ownership by institutional investors and its impact on competition*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 128th Meeting of the Competition Committee, Nov. 2017.

farmaceutico e in quello dell'agrifood. Al pari di questo ultimo troviamo altri investitori istituzionali come Fidelity, Capital Research e Wellington, sempre presenti tra i top owners nei settori precedentemente analizzati. Per maggiore chiarezza sulla ricorsiva presenza anche, quindi, nel settore bancario degli stessi

<u>JP Morgan Chase</u>	<u>[%]</u>	<u>Bank of America</u>	<u>[%]</u>	<u>Citigroup</u>	<u>[%]</u>
Vanguard	7.03	Berkshire Hathaway	7.03	BlackRock	6.97
BlackRock	6.40	BlackRock	6.71	Vanguard	6.66
State Street Global Advisers	4.69	Vanguard	6.65	State Street Global Advisers	4.50
Capital Research	3.78	State Street Global Advisers	4.45	Fidelity	4.42
Fidelity	2.68	Fidelity	3.27	Wellington	1.77
<u>Wells Fargo</u>	<u>[%]</u>	<u>PNC Financial</u>	<u>[%]</u>	<u>U.S. Bancorp</u>	<u>[%]</u>
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 Global Advisers	4.01	State Street Global Advisers	4.80	State Street Global Advisers	4.38
Capital Research	3.55	Capital Research	4.37	Fidelity	3.84

Figura 8: maggiori shareholder banche americane

investitori viene presentata una tabella basata su dati di S&P Capital IQ (figura 11).³⁷

Ora è quindi chiaro come sia sviluppato il common ownership nel settore bancario e chi siano i principali player. Dopo aver capito che legami interbancari possono nascere non solo per motivi di politica monetaria o congiunture macroeconomiche, ma anche per motivazioni dovute alla condivisione di proprietari e quindi per interessi che vanno oltre quello della singola banca; ora l'analisi si sposterà su quale tipo di effetti distorsivi possono scaturire da un elevato livello di common ownership.

³⁷ M.C. SCHMALZ, *Common ownership concentration and corporate conduct*, CESifo working paper No. 6908, May 2018.

Il desiderio di misurare la concentrazione e le sue conseguenze nel mercato bancario nasce dall'enorme importanza che tale settore ricopre nell'economia mondiale. Come sottolinea lo studio condotto J. AZAR et al. nel 2019, una elevata concentrazione nel settore bancario 1) è positivamente legata alla crescita di barriere all'entrata per aziende e potenziali imprenditori e può influenzare negativamente la crescita economica, 2) ostacola la trasmissione della politica monetaria, 3) rallenta lo sviluppo di nuove tecnologie, 4) colpisce in modo negativo le famiglie, che ricevono tassi di interesse più bassi sui loro risparmi e pagano tassi più alti sui prestiti. Il grado di competizione delle banche può, inoltre, influenzare la fragilità del sistema finanziario, la propensione di chi presta a pignorare i propri prenditori.

Lo studio sopracitato nel tentativo di capire e misurare questi effetti, si accorse che cambiamenti nel HHI non erano correlati con cambiamenti in commissioni, soglie, o spread di deposito. Questo era, però, dovuto ad un limite di questo indice il quale assume che ogni banca sia detenuta da soggetti non detentori di altre partecipazioni in altre banche; il HHI non tiene in considerazione, quindi, il crescente numero di "overlapping ownership" tra le banche. Oltre però a queste connessioni dovute al common ownership, molte banche hanno divisioni di asset management che sono shareholder di banche competitor. Diventa quindi necessario trovare una misura di concentrazione in grado di tenere in considerazione sia il common ownership che il cross ownership. La soluzione del problema è offerta dal GHHI. Una generalizzazione del MHHI che però tiene in considerazione sia common che cross ownership. L'unica

differenza rilevante con il HHI è che il suo approccio non pone il limite per cui i competitor debbano avere solo “controlling shareholder” non diversificati. Tale misura, infatti, contrariamente al HHI, è fortemente, e in modo affidabile, correlata con il livello di commissioni e soglie. Cambiamenti nel tempo sul livello di mercato del GHHI sono, inoltre, correlati con i cambiamenti nei prezzi a livello locale. La maggiore implicazione derivante dal misurare la concentrazione del settore bancario, sulla base di quanto esposto sopra, è che non si può prescindere dal tenere in considerazione le strutture proprietarie delle stesse. Lo studio di J. Azar del 2019 sulla competizione tra banche rivela, infatti, che la relazione tra concentrazione e ammontare delle “fee”, delle soglie e degli spread dei tassi, cresce e si irrobustisce quando la concentrazione è misurata con il GHHI. Per aiutare a capire la dimensione di questi effetti causati dal common ownership e dal cross ownership vengono citati i risultati ottenuti dallo studio sopracitato. Quest’ultimo evidenzia, infatti, come per un aumento di una standard deviation nel GHHI si registri una crescita delle “maintenance fee” di 0.21\$ (aumento del 2.1%), un incremento di 230\$ nelle “maintenance fee thresholds” (aumento del 7.9%).

In conclusione, quindi, si può affermare che una variazione nel livello di competizione tra banche nei collegamenti di “partial common ownership” aiuta notevolmente a spiegare le variazioni nei prezzi.

Le autorità competenti in tema di competitività e concorrenza, quindi, nel tentativo di misurare la “*common ownership concentration*” dovrebbero considerare di

implementare il loro metodo di analisi, basato sul HHI, attenendosi al GHHI.³⁸

L'ultimo settore che si intende affrontare in questo lavoro è forse il più interessante e il più utile per capire gli effetti, anche pratici e non solo teorici, del common ownership. Ci si sta riferendo al settore delle compagnie aeree americane, quello che più di tutti ha catturato le attenzioni degli studiosi del fenomeno. È proprio per questi motivi che si intende dedicare un capitolo solo alla trattazione di ciò, per poter approfondire nella giusta misura la questione.

CAPITOLO 3: “Le compagnie aeree statunitensi”

3.1 CHI SONO I PROTAGONISTI

Questo capitolo affronterà più da vicino i possibili effetti causati dal common ownership nel settore delle compagnie aeree americane, cercando di capire quali sono i principali player del settore e chi sono i proprietari di questi ultimi.

³⁸ J. AZAR et al., *Ultimate Ownership and Bank Competition*, working paper, May 2019; Cfr. O. DE JONGHE and G. SCHEPENS, *Bank competition and stability: cross-country heterogeneity*, *Journal of financial intermediation*, 22(2), 218 – 244, 2013; Cfr. BERGER and N. ALLEN, *The profit structure relationship in banking – tests of market – power and efficient – structure hypotheses*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 404 – 431, 1995; Cfr. EGAN et al., *Deposit competition and financial fragility: evidence from the US banking sector*, *American Economic Review*, 107(1), 169 – 216, 2017.

Le principali compagnie aeree statunitensi, o comunque quelle più utili per descrivere al meglio il fenomeno del common ownership e i suoi effetti sono: Delta Airlines, Southwest Airlines Co., American Airlines, United Continental Holdings, Alaska Air, JetBlue Airways. Adesso verranno analizzate nel dettaglio le singole compagnie aeree per capire chi sono e, soprattutto, come sono organizzati e da chi sono controllati i protagonisti di questo settore. I top shareholder di queste società sono dei nomi che abbiamo imparato a conoscere molto bene nel corso di questo lavoro, poiché sono verosimilmente pressoché gli stessi incontrati nei settori analizzati in precedenza. Berkshire Hathaway, ad esempio, non solo è il più grande shareholder di due delle più grandi banche americane, esso si attesta anche come principale azionista delle maggiori quattro compagnie aeree statunitensi. PRIMECAP, invece, detiene quote simili, sempre di grande rilievo, in sei delle più grandi compagnie aeree. I “mutual fund” come BlackRock, Vanguard, State Street, Fidelity e T. Rowe Price, sono anche essi tra i più grandi detentori di quote nella maggioranza delle società del settore. Quasi tutti i top shareholder di ognuna delle più grandi compagnie aeree sono, infatti, anche shareholder nelle altre grandi compagnie. Considerato che ogni shareholder tipicamente detiene non più del 15% in una data società, i top dieci shareholder raggruppati sono titolari di una percentuale di quote che oscilla tra il 39% e il 55% delle azioni di ogni compagnia. A conferma di ciò, dato ancor più notevole, tra i primi cento investitori della United, i quali detengono più del 91% delle azioni disponibili, solamente cinque non possiedono quote tra le altre top quattro compagnie aeree; di questi cinque shareholder il più grande figura come

42esimo tra i più grandi investitori della compagnia. Cumulativamente, questi “anticonformisti” detengono circa l’1% delle azioni della United, risultando così privi di qualsiasi potere decisionale anche come gruppo. La American AirLines ha sette di questi shareholder, i quali possiedono circa i 1.4% delle azioni (quattro dei quali sono investitori istituzionali di cui non si può osservare il portafoglio privato). Tra i top cento shareholder della Delta figurano solamente cinque “anticonformisti”, per una quota totale del 6.8% circa; la Southwest Airlines Co. ne ha nove, per una quota cumulativa di azioni pari al 2.7%.³⁹

Lo sviluppo dell’analisi continuerà analizzando caso per caso le singole compagnie aeree per vedere chi sono i loro top shareholder, quali caratteristiche hanno le società e i loro proprietari, per porre le basi ad un’analisi delle possibili correlazioni tra le società di trasporto aereo americane.

³⁹ M.C. SCHMALZ, *Common ownership concentration and corporate conduct*, CESifo working papers, 6908, May 2018.

Iniziamo l'analisi con la Delta Air Lines. Come si può vedere dal grafico sottostante (figura 12), cinque dei dieci top

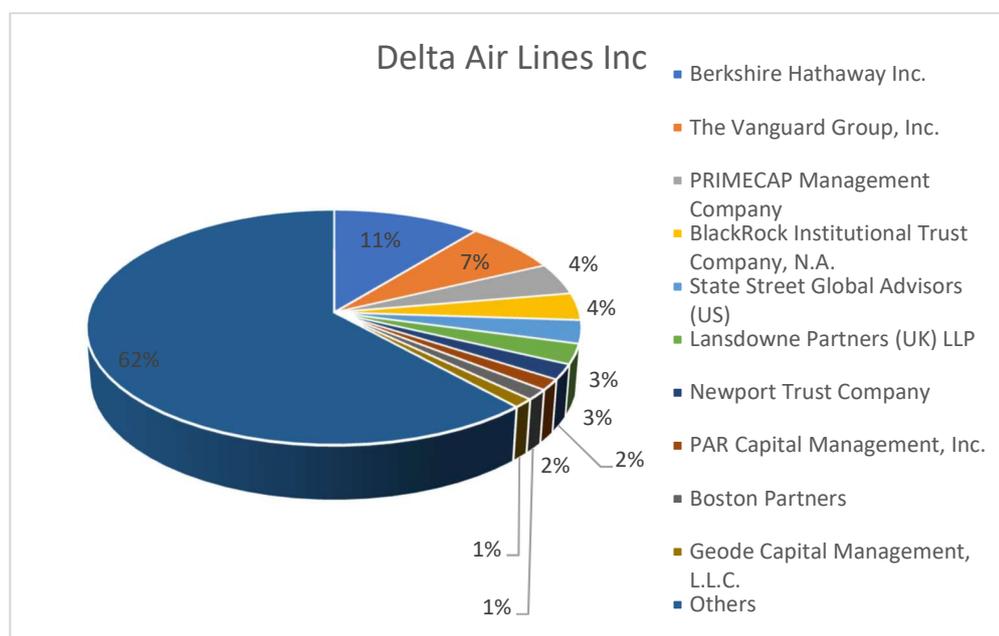


Figura 9: Delta top shareholder

shareholder di questa società li abbiamo già incontrati nelle analisi precedenti.

Come compagnia aerea è una delle leader a livello mondiali, con oltre 200,000,000 di persone trasportate ogni anno e più di 300 destinazioni. La Delta, inoltre, oltre a essere stata nominata dal Fortune tra le 50 "most admired company", è stata anche nominata come "most admired airline" per otto volte sugli ultimi nove anni. La società si è, inoltre, classificata prima nel sondaggio annuale sulle compagnie aeree condotto da Business Travel News, risultato raggiunto per otto anni consecutivi. Questi numeri lasciano intendere il livello del suo fatturato, che infatti nel 2018 ha registrato 44.4 miliardi di dollari di "total revenue", 5.1 miliardi di dollari di "adjusted pre-tax

income”, 6.9 miliardi di “adjusted operating cash flow” e 2.3 di “free cash flow”.⁴⁰

La seconda società che vedremo nel dettaglio è la Southwest Airlines Co. Anche qui ritroviamo cinque dei top shareholder trovati nell’analisi della Delta Airlines; riguardo ciò è particolarmente rilevante sottolineare come Bershire Hathaway, BlackRock e Vanguard rappresentino in entrambe le società tre dei top cinque shareholder, come evidenziato dall’figura sottostante (figura 13). Tale società serve oltre 134,000,000 di persone l’anno, offrendo un servizio su 99 destinazioni diverse. La Southwest Airlines si è classificata ottava nel 2018 nella sopracitata classifica del Fortune, è considerata secondo Forbes come “best employer” nel 2018, ed è

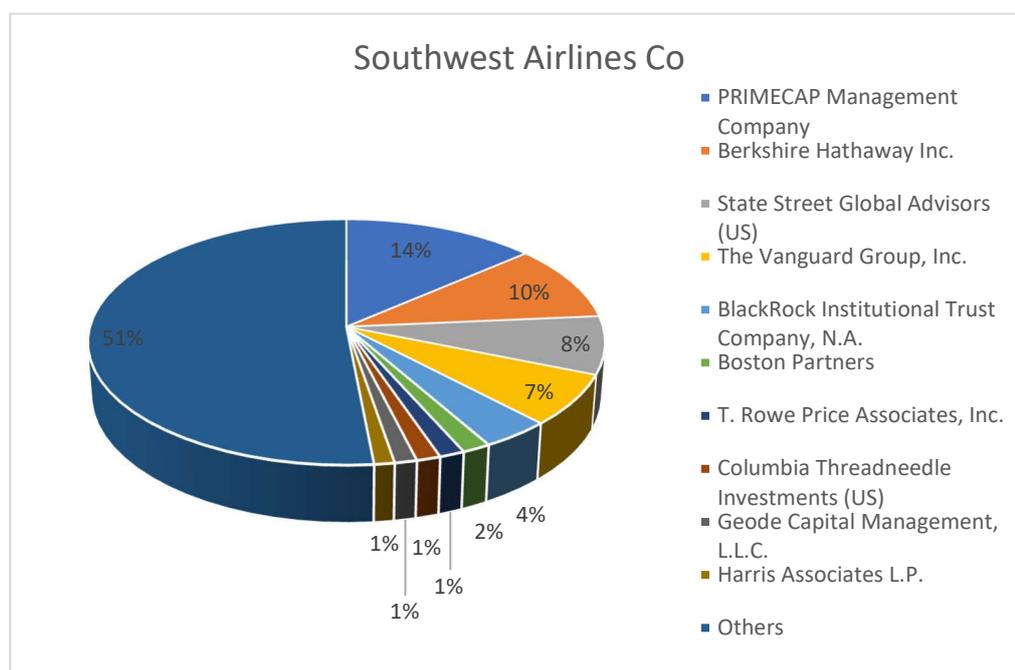


Figura 10: Southwest top shareholder

⁴⁰ <https://news.delta.com/delta-air-lines-announces-december-quarter-and-full-year-2018-profit>

considerata come la sesta compagnia nella top dieci delle compagnie aeree mondiali secondo Tripadvisor. Il suo lavoro è anche molto incentrato sul trasporto di materiali, è infatti un leader mondiali di trasporti cargo. Da un punto di vista finanziario tale compagnia si posiziona al di sotto della Delta, ma comunque su alti livelli. Nel 2018 ha registrato, infatti, 2.4 miliardi di “net income”, 4.9 miliardi di “operating cash flow”, 3.1 miliardi di “free cash flow” e soprattutto 22 miliardi di “total revenues”.⁴¹

La prossima società è forse una delle più conosciute a livello mondiale, la American Airlines. Anche essa ha in comune con le altre due già analizzate tre/quattro dei top cinque shareholder. La condivisione di shareholder tra quest’ultima società e la Southwest Airlines è ancora più marcata in quanto sette dei top dieci shareholder sono presenti in entrambe le società. Il livello di azioni detenute da i top ten shareholder è, inoltre, uno dei più alti di tutto il panorama delle compagnie aeree americane, circa il 54%, rispettivamente +4 e +15.5 per cento della quota totale di azioni detenute dai top ten shareholder della Southwest Airlines e della Delta (figura 14).

⁴¹ <https://southwestonereport.com/stories/reporting-on-company-performance/> ; Cfr. Southwest Airlines Co. 2018 Annual Report to Shareholder, http://www.southwestairlinesinvestorrelations.com/~media/Files/S/Southwest-IR/LUV_2018_Annual%20Report.pdf.

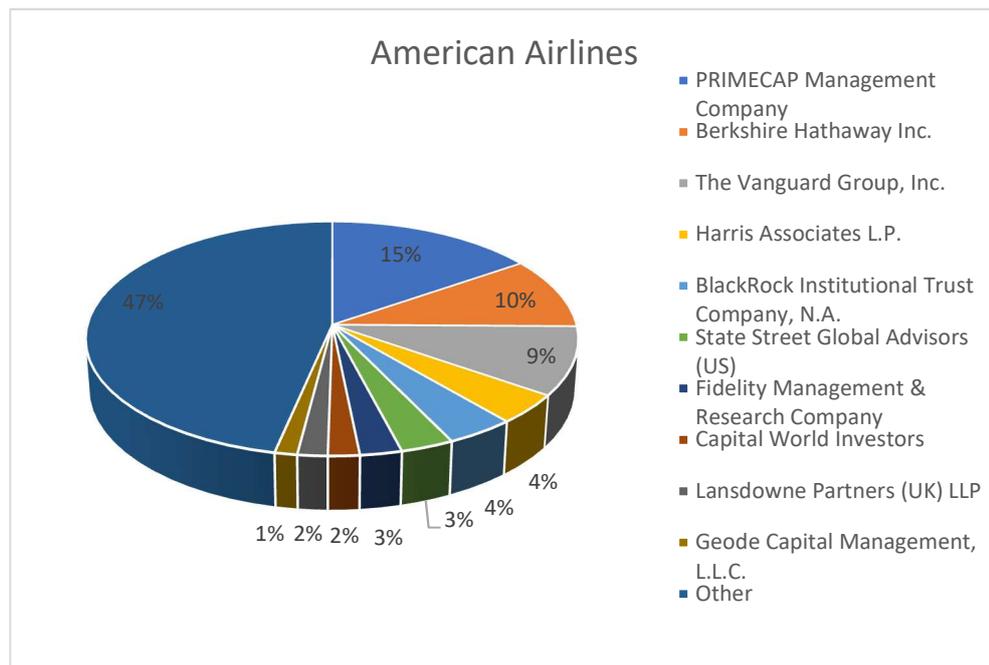


Figura 11: American Airlines top shareholder

La società come gruppo, assieme ad American Eagle, effettua circa 6.700 voli al giorno verso più di 350 destinazioni, servendo più di 200,000,000 di persone ogni anno, numeri che la posizionano tra le big a livello mondiale. La American Airlines è fondatrice della alleanza “oneworld”, i cui membri servono oltre 1000 destinazioni con più di 14mila voli al giorno. Nel 2018 ha registrato 1.9 miliardi di “pre-tax profit”, ha chiuso l’anno con 7.6 miliardi di liquidità disponibile, ha ottenuto 2.7 miliardi di “operating income” e 1.4 di “net income” e 44.5 miliardi di “total revenue”.⁴²

Un’altra compagnia aerea statunitense di grande rilievo è la United Continental Holdings. In questa società, come nella American Airlines e nella Southwest Airlines, la percentuale di

⁴² American Airlines Group Report full-year 2018 profit, <https://americanairlines.gcs-web.com/news-releases/news-release-details/american-airlines-group-reports-fourth-quarter-and-full-year-3> ; Cfr. Investor Relations American Airlines Group.

azioni detenute dai top dieci shareholder è maggiore del 50%, è la più grande di tutto il panorama americano, per una quota pari al 59% circa. Anche qui i nomi che troviamo sono già noti e ampiamente presenti nelle altre compagnie e settori. Sono, infatti, otto su dieci a essere presenti anche nelle altre società tra i top dieci shareholder; nomi interessanti, poiché meno presenti in altri settori, sono quelli di Altimeter Capital Mgt. e Henderson Global Inv. Particolarità dell'azionariato di questa società e che tutti i top dieci shareholder hanno quote superiori al 2 per cento circa, quindi meno frazionato di quelle viste fino ad ora (figura 15). Questa società è una holding di compagnie aeree che nasce dalla fusione, avvenuta nel 2010, tra la United Airlines e la Continental Airlines. La compagnia opera più di 4.800 voli al giorno su più di 350 destinazioni. Le sue dimensioni sono, come è facile pensare, particolarmente rilevanti e fanno posizionare la società tra le prime al mondo non solo per numerosità dei voli offerti, basti pensare che la sua flotta al 31/12/2018 era composta da circa 1350 aeromobili, ma anche per valori finanziari. Nel 2018, infatti, si possono osservare numeri importanti come: 2.13 miliardi di dollari di "net income", 6.2

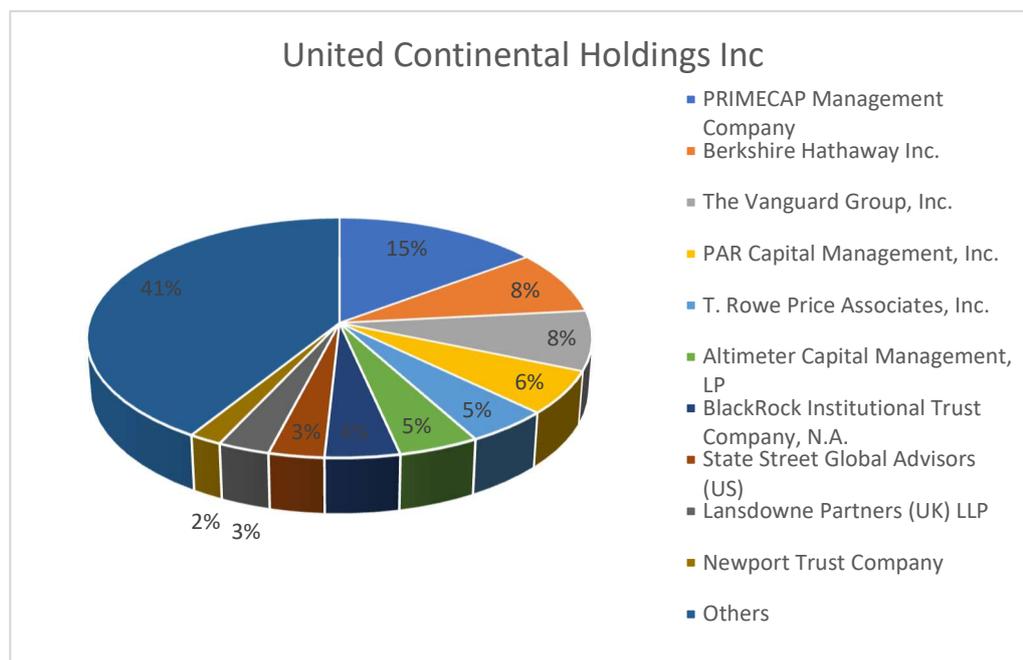


Figura 11: United top shareholder

miliardi di “cash flow by operations” e circa 41.3 miliardi di “total revenue”.⁴³

Un'altra compagnia aerea che andremo ad analizzare nel dettaglio sarà la Alaska Air. Tale società richiama subito la nostra attenzione poiché appare fin da subito evidente come l'azionariato, fatta eccezione per i primi due shareholder, sia abbastanza equidistribuito tra i top dieci shareholder. Anche qui, inoltre, si può notare come questi ultimi rappresentino circa il 46% dell'azionariato e siano sempre gli stessi nomi visti in

⁴³ United Continental Holdings Annual Report 2018, <http://ir.united.com/static-files/7764f912-7135-486b-aa5c-f729fa8b7cb3>; Cfr. Investor Relations and Presentation for FY 2018.

precedenza, come mostrato in figura 16, segnale importante dell'elevato livello di common ownership.

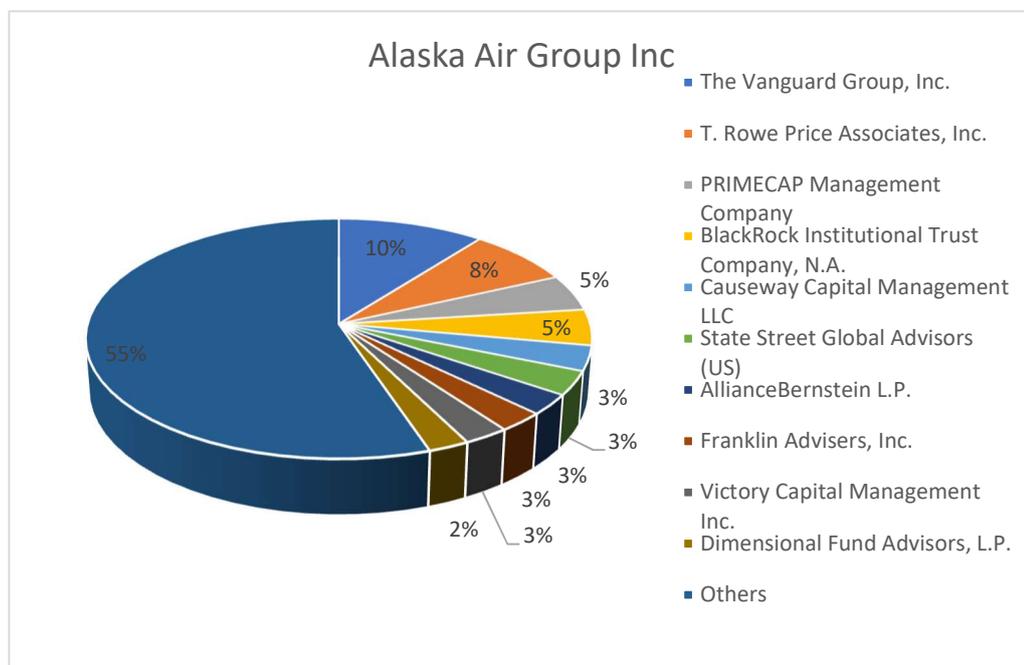


Figura 12: Alaska top shareholder

La società è inclusa dai sei anni consecutivi nella lista di Fortune top 500, è considerata dal Money Magazine tra le migliori compagnie aeree americane, viene considerata da Forbes come uno dei “top employer” americani, ma soprattutto è la prima tra le società americane nel Dow Jones Sustainability Index (DJSI). La società è inoltre in grado di generare ricavi ed è molto solida da un punto di vista finanziario, è stata in grado di generare profitti per 15 anni consecutivi. Nel 2018 si sono registrati 643 milioni di dollari di “operating income”, 1.2 miliardi di “cash flows from operating activities” e 8.3 miliardi di “total revenues”.⁴⁴

⁴⁴ Alaska Air Group Inc. 2018 Annual Report, <https://alaskaairgroupinc.gcs-web.com/static-files/8eb5f892-f69e-4fe0-9ac8-1cbcc53c0a0d>; Cfr. Alaska Air Investor Relations, <https://alaskaairgroupinc.gcs-web.com/investors?c=109361&p=irol-IRHome>.

L'ultima società che viene presentata in questa analisi è la JetBlue Airways. L'azionariato di questa società è per quasi il 48 per cento nelle mani dei top dieci shareholder, le quote dei quali risultano abbastanza equidistribuite all'interno di tre fasce. Anche qui, come per Alaska Air, troviamo Vanguard come top shareholder e a seguire la lista di nomi che abbiamo imparato a conoscere, fatta eccezione per Donald Smith Co. (figura 17).

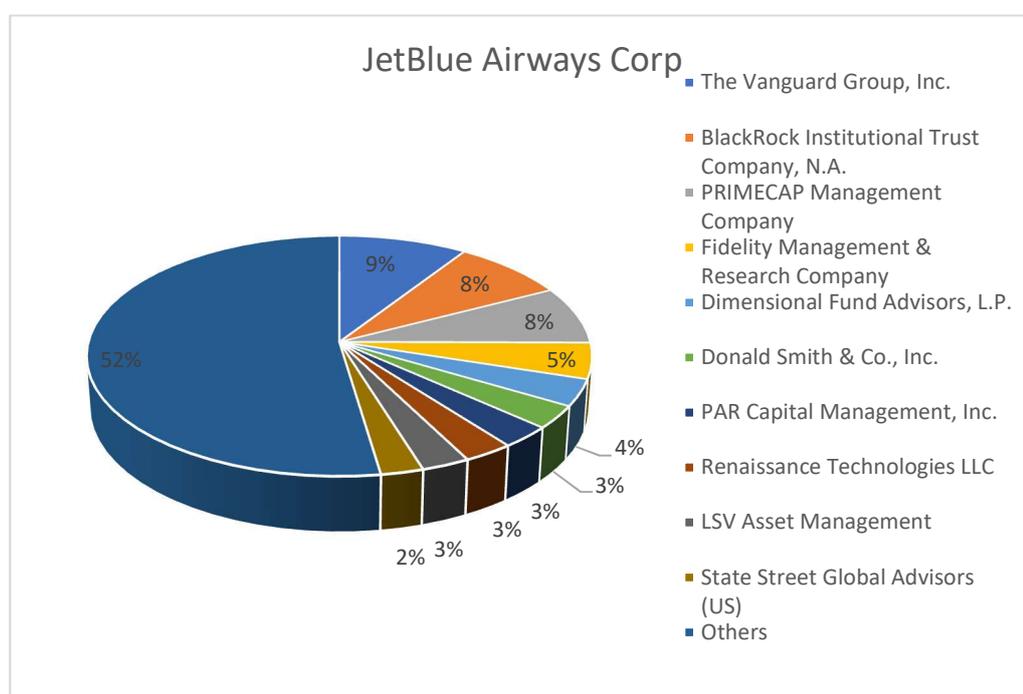


Figura 13: JetBlue top shareholder

La JetBlue Airways è considerata la sesta compagnia aerea più grande d'America, con più di mille voli al giorno, più di 40 milioni di passeggeri ogni anno e più di cento destinazioni di volo. Osservando i dati finanziari della società se ne possono comprendere meglio le dimensioni. Nel 2018, infatti, ha fatto registrare 7.7 miliardi di dollari di "total revenue", 487 milioni di

“net income”, 1.2 miliardi di “cash flows from operating activities”.⁴⁵

3.2 QUALI SONO GLI EFFETTI SUL SETTORE

La trattazione di questo paragrafo è strettamente connessa con quanto esposto fino a qua. Nel corso del lavoro si sono, infatti, presentati i possibili effetti che il common ownership, in quali settori possiamo riscontrarli e quali distorsioni causano a livello di mercato questi effetti. Ora, dopo aver presentato quali sono i protagonisti di questo settore e chi sono i loro top shareholder, si vuole presentare, approfondendo il livello di analisi, gli effetti che il common ownership causa nel settore delle compagnie aeree.

Uno studio condotto da J. AZAR et al. nel 2018 parte dal calcolo di una misura di concentrazione del mercato, che tiene in considerazione non solo le market shares ma anche le connessioni dei cash flow e dei diritti di controllo (per approfondimenti si rimanda al paragrafo 1.3), trovando che gli inventivi anti-competitivi provocati dalla concentrazione del common ownership sono elevatissimi, poiché essa da sola è più di dieci volte maggiore di quanto espresso dalle guidelines della Federal Trade Commission (FTC) riguardo la “possibilità di

⁴⁵ JetBlue Airways 2018 Annual Report, <http://blueir.investproductions.com/~media/Files/J/Jetblue-IR-V2/Annual-Reports/jblu013-ar-2018-web.pdf>; Cfr. JetBlue Airways Investor Relations, <http://blueir.investproductions.com/investor-relations#bannerSlider>.

aumentare il proprio potere di mercato”. Partendo da questa evidenza ci si chiede però se questi incentivi anti – competitivi si trasformino, però, effettivamente in effetti misurabili sulla “market competition”. Lo stesso studio analizza se cambiamenti nella concentrazione del common ownership in una specifica rotta siano motivo di cambiamenti nei livelli dei prezzi dei biglietti sulla stessa. I risultati che ottengono sono molto interessanti e soprattutto di grande rilievo. Viene, infatti, evidenziato che i prezzi dei biglietti nella media delle rotte delle compagnie aeree statunitensi sono approssimativamente tra il 3% e il 7% più alti rispetto al caso in cui ci fosse “separate ownership”. Per dare un’idea del livello di concentrazione di mercato che è dovuto al common ownership ci rivolgiamo ancora una volta allo studio di J. Azar et al., il quale fornisce una stima del MHHI Delta. Dalla figura sottostante (figura 18) si nota che il livello del HHI è rimasto stabile durante il tempo, nonostante diverse fusioni siano intervenute, e il MMHI sia, invece, inizialmente diminuito prima della crisi per poi risalire vertiginosamente, spostando il MHHI Delta da 1400 a 1000 fino a circa 2500 nel 2014 allargando di molto il delta. Alcuni critici sostengono che questa correlazione stimata non catturi un effetto causale del common ownership concentration sul costo dei biglietti, o quantomeno che la relazione possa essere inversa.

Crederci a ciò vorrebbe, però, significare sottostimare in maniera rilevante gli effetti nello sviluppo dell'analisi.⁴⁶

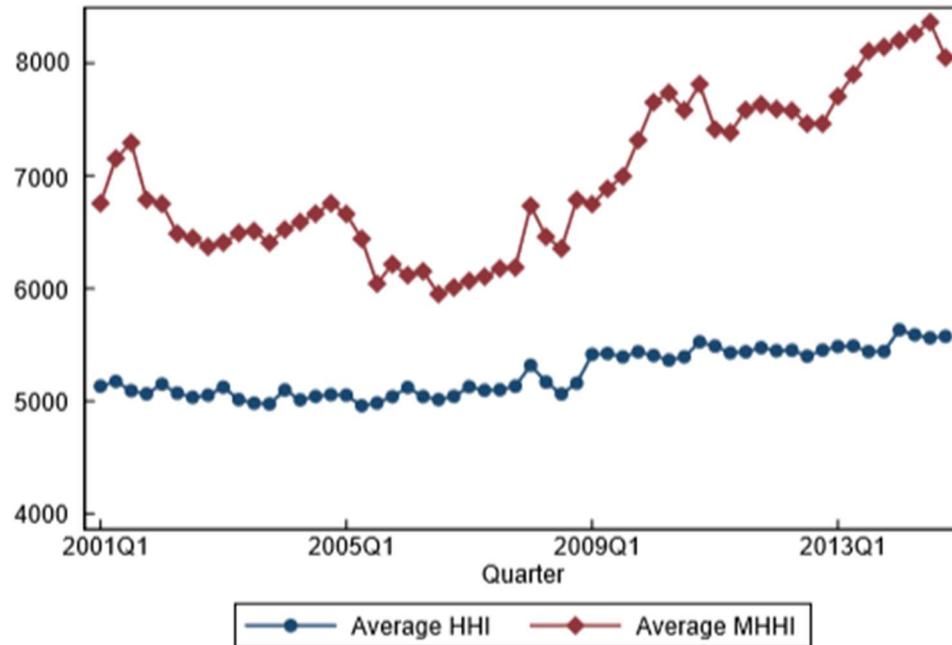


Figura 14: average HHI and MHHI in U.S. Airline industry, 2001-2014

Per dimostrare che questi problemi appena citati siano privi di fondamento si può fare affidamento sulla correlazione negativa che lega il volume dei passeggeri e il livello di concentrazione del common ownership, come fatto dallo studio di J. Azar “why common ownership creates antitrust risks”. Questo, infatti, è un segnale di come la relazione positiva tra il common ownership e i prezzi più alti non può essere spiegata da uno shock della domanda che gli investitori istituzionali riescono ad anticipare correttamente. Altro elemento utile per respingere queste critiche è l’effetto che la crescita del common ownership, cui si

⁴⁶ J. AZAR et al., *Anticompetitive effects of common ownership*, Journal of Finance, Vol. 37 No.4, Aug 2018.

assiste a partire dal 2009 con l'acquisizione di Barclays Global Investors da parte di BlackRock, ha sulle tariffe. Con questa fusione si riesce, infatti, a vedere in maniera chiara che i cambiamenti nella struttura proprietaria da essa instaurati non sono affatto dovuti a cambiamenti nel livello delle "U.S. airfares". Qualsiasi effetto venga, quindi, misurato deve quindi andare da variazioni nel common ownership a un aumento nelle tariffe, non viceversa. Un'altra evidenza che si può trarre da questa fusione è che "merger" nell'industry dell'asset management possono influenzare la competizione nei "product markets" dove questi ultimi hanno i loro interessi.⁴⁷ In situazioni, quindi, analoghe a quella appena descritta, si può affermare che i prezzi siano tra il 10% e il 12% più alti proprio a causa del common ownership. Ciò ha due implicazioni forti: per prima cosa una decrescita dell'efficienza dell'economia e, in secundis, un importante trasferimento di benessere dai consumatori ai produttori.⁴⁸

Ai fini di quanto andremo, però, a vedere nel prossimo paragrafo è necessario presentare una critica a quanto fino qui esposto sulla relazione tra common ownership concentration e tariffe dei biglietti aerei. Tale giudizio è espresso da Patrik Dennis et al. in uno studio del 2018. Essi sostengono che lo studio di Azar abbia usato i passeggeri come un peso nella regressione e che ciò abbia fornito una correlazione molto più alta della realtà tra

⁴⁷ J. AZAR et al., *Why common ownership creates antitrust risks*, CPI Antitrust Chronicle, June 2017.

⁴⁸ J. AZAR et al., *Anticompetitive effects of common ownership*, Journal of Finance, Vol. 37 No.4, Aug 2018; Cfr. FREEMAN, KAYLA, *The effects of common ownership on customer – supplier relationships*, Available at SSRN 2873199 Working paper, Indiana University.

common ownership e prezzi dei biglietti aerei. Altra critica riguarda le restrizioni e i filtri usati nella costruzione del campione. Dennis riteneva, infatti, che ciò avesse mascherato e modificato gli effetti. Ma, nell'ottica di questo lavoro e quindi dei possibili effetti del common ownership sulla governance e sulle decisioni prese da questa, la critica più importante che venne mossa riguardava il modo di operare dei manager aziendali. Azar nel suo studio assume che un manager non guardi solo alla massimizzazione del profitto della sua azienda ma agisce massimizzando un portafoglio pesato di interessi della società e delle sue competitor. Questo è però secondo la critica molto difficile che possa verificarsi. I common owners detengono, intatti, tipicamente quote di minoranza con cui è difficile influenzare il management e, anche se ci dovessero riuscire, Davis non si spiega come possa essere possibile controllare che ciò avvenga e stabilire delle punizioni nel caso in cui non vengano rispettate le indicazioni dei common owners. Quale delle due posizioni avrà dunque ragione? La letteratura a riguardo è poca e molto divisa. Le conclusioni cui giungiamo con l'analisi fino qui esposta è che la posizione di Azar sia quella in definitiva prevalente. Abbiamo, infatti, visto come esistano vari modi, diretti e indiretti, per influenzare il management, anche in situazioni dove si detiene solo una percentuale piccola di azioni. A sostegno degli studi di Azar interviene anche il caso BlackRock – Barclays G.I. dal quale si riesce a ricavare un sostegno empirico alla correlazione tra common ownership e prezzi dei biglietti aerei. In generale, quindi, a ogni critica mossa da Davis abbiamo presentato delle prove che sostengano la tesi di Azar e che quindi confermino come il common ownership abbia effetti

diretti sui consumatori, modificando i prezzi dei biglietti e deviando il comportamento dei manager aziendali da quello classico ad uno più anomalo e incentrato sugli interessi dei common owners.

3.3 COSA CI DICONO I TITOLI AZIONARI

In questo ultimo paragrafo l'obiettivo è quello di vedere se è possibile rintracciare evidenze del common ownership tramite un'analisi dei prezzi azionari, testando quindi l'affermazione fatta da A. Edmans et al nell'agosto 2014, e citata in precedenza (cfr. capitolo 2).

Come abbiamo visto nel corso di questo lavoro, la letteratura che tratta tale argomento, molto giovane ma anche molto ricca, si è concentrata su due aspetti fondamentali: cercare di capire come e quando si può dire che nasca il common ownership, provare a capire gli effetti che produce e come questi si possano misurare. La stragrande maggioranza degli studiosi nel tentativo di fare ciò, si è focalizzata sul calcolo di diversi indici di concentrazione delle varie industrie e dai qui hanno poi provato a dire se ci si trovava in presenza di common ownership o meno e nel caso, quanto fossero grandi gli effetti da esso causati. Altri studiosi, invece, si sono concentrati più nello specifico su questo ultimo aspetto.

Quello che quindi questa tesi vuole aggiungere, o almeno provare a farlo, è un nuovo metodo per rintracciare possibili distorsioni causate dal common ownership. Nel tentativo di fare questo vengono prese in considerazione le sei società analizzate nel precedente paragrafo, tutte caratterizzate

praticamente dagli stessi proprietari come si è potuto notare. Per tutte le sei società sono stati presi i prezzi azionari degli ultimi cinque anni, partendo quindi dal 2 settembre 2014 fino ad arrivare al 24 settembre 2019. Sulla base di questi prezzi sono stati calcolati i “return” per ognuna delle sei aziende.

Partendo da questi dati viene effettuata un’analisi delle correlazioni tra i “return” di queste sei società. I cui risultati sono presentati nella tabella sottostante.

	Delta	Jetblue	American	Southwest	Alaska	United
Delta	1,000000	0,663841	0,809174	0,725794	0,674524	0,784434
Jetblue	0,663841	1,000000	0,656868	0,630623	0,623541	0,617117
American	0,809174	0,656868	1,000000	0,711983	0,661555	0,776448
Southwest	0,725794	0,630623	0,711983	1,000000	0,634818	0,669189
Alaska	0,674524	0,623541	0,661555	0,634818	1,000000	0,629710
United	0,784434	0,617117	0,776448	0,669189	0,629710	1,000000

Da questa tabella si può facilmente notare che all’interno delle società studiate vi sia un livello medio di correlazione tra i rispettivi “return” molto elevato. Nello specifico il valore medio delle correlazioni è di 0.685, decisamente elevato. Due, inoltre, sono i livelli di correlazione che maggiormente risaltano, quello tra American Airlines e Delta Airlines e quello tra JetBlue Airways e United Continental Holdings, i valori più alti e più bassi rispettivamente. Partendo da questi risultati vogliamo vedere se le correlazioni medie osservate in tabella si modificano se l’analisi è effettuata confrontando i “returns” di una di queste società con quelli di una sua comparables, e nel caso di quanto cambi il livello di correlazione. Nel tentativo di isolare il più possibile gli eventuali effetti causati dal common ownership sulla correlazione dei “returns”, le comparables sono state selezionate attenendosi a

due criteri fondamentali: livelli di “total revenue” simili e la coincidenza o meno dei top 10 shareholder tra le due società. Oltre a ciò viene tenuto in considerazione anche il fatto che tali società siano o meno compagnie aeree low cost.

Sulla base dei criteri esposti fino ad ora sono stati selezionate altre sei diverse società provenienti da differenti paesi. Gli accoppiamenti che vengono proposti sono Delta Airlines – Lufthansa, JetBlue Airways – Ryanair, Alaska Airlines – Turkish Airlines, United Continental Holdings – International Airlines Group, Southwest Airways – Easyjet, American Airlines – Air France KLM. È stata presa Lufthansa per affiancare Delta Airlines, poiché ha un livello di “total revenue” molto simile a quella di delta (39.3bn Lufthansa vs 44.4bn Delta) e perché tra i suoi top 10 shareholder non figurano società presenti tra i top 10 shareholder di Delta. Da contrapporre a JetBlue Airways è stata selezionata Ryanair, società che non presenta alcun top 10 shareholder in comune, che presenta livelli di total revenue pari a 8.4 contro i 7.7bn di Jetblue e che come quest’ultima rientra nel novero delle compagnie aeree “low cost”. Alaska Airlines verrà, invece, analizzata insieme a Turkish Airlines, compagnia aerea con livelli di total revenue pari a 12.8 contro 8.3 di Alaska e che non presenta alcuno shareholder in comune con quest’ultima tra i top 10. United Continental Holdings e International Airlines Group vengono, invece, accoppiate, anche se con livelli di total revenue differenti (41.3 e 26.7 rispettivamente), poiché sono entrambe le società composte da due compagnie aeree preesistenti, United Airlines e American Eagle nel primo caso e Iberia e British Airways nel secondo, oltre che presentare solo due shareholder in comune tra i top 10. Per

quanto riguarda American Airlines, essa verrà analizzata insieme ad Air France KLM, 44bn di total revenue la prima e 30bn la seconda, ma con un solo shareholder in comune nei top 10 e nessuno nei top 5. L'ultimo accoppiamento, quello tra Southwest Airways ed Easyjet, è dettato dalla comune appartenenza al settore delle compagnie aeree "low cost" e poiché non presentano shareholder in comune tra i top 5 e solamente due tra i top 10. L'analisi viene presentata a coppie poiché non era significativo da un punto di vista scientifico creare una matrice di correlazioni, come fatto in precedenza, dove si andavano a studiare coppie di società diverse tra loro sia per livello di total revenue, che per tipologie di shareholder, che per tipologie di compagnie aeree. Si è preferito quindi scegliere per ogni società tra le sei del campione una comparables da contrapporre così da confrontare, dopo aver studiato il livello della correlazione tra i "returns" delle due società, tali valori con quello medio ottenuto nella precedente analisi.

I risultati ottenuti si possono osservare nella tabella sottostante.

	Correlazioni
Delta/Lufthansa	0,283417337
United/International Airlines Group	0,35296944
Jetblue/Ryanair	0,199840233
Southwest/Easyjet	0,208249021
American/Air France	0,241110542
Alaska/Turkish	0,183100115

Quello che si nota in maniera molto rapida è che in tutte e sei le coppie si osservano valori decisamente più bassi di quello medio osservato in precedenza. Si registra un ribasso del livello di correlazione in media pari a 0.4. La Delta Airlines in

precedenza faceva registrare il valore di correlazione più elevato con la American Airlines, le due società erano infatti molto simili da un punto di vista finanziario e avevano in comune 7 su 10 tra i loro top 10 shareholder. Adesso svolgendo l'analisi con Lufthansa, mantenendo invariata la somiglianza, o quasi, da un punto di vista finanziario e cambiando la composizione degli azionisti di maggioranza, si ottiene un valore di correlazione pari a 0.28, decisamente inferiore. La differenza a livello di total revenue tra la Delta Airlines e Lufthansa non sembra poter giustificare la distanza tra le due correlazioni, essendo praticamente uguale a quella tra Delta e United Continental Holdings, che però presenta un livello di correlazione nettamente superiore, pari a 0.78. Ragionamenti analoghi si possono effettuare per tutte le altre coppie di quest'ultima analisi. Il livello di correlazione che, ad esempio, si osserva tra American Airlines e Air France abbiamo visto essere pari a 0.24, mentre, nell'analisi precedente la American Airlines, se rapportata ad una società con differenza di total revenue simile a quella che ha con Air France (in questo caso la Southwest Airways, con cui aveva una differenza di total revenue anche maggiore), presentava un livello di correlazione con quest'ultima pari a 0.71. Le due società più simili presenti nella seconda analisi sono JetBlue Airways e Ryanair, quest'ultima ha un livello di revenue, infatti, superiore alla prima di meno del 10% e sono entrambe compagnie aeree "low cost". Una similitudine così forte nella prima analisi JetBlue la presentava solo con Alaska Airlines e il loro livello di correlazione era pari a 0.63. Spostando, invece, l'analisi con Ryanair, dove cambia solo la composizione

dei top 10 shareholder, il livello di correlazione scende drasticamente fino ad arrivare a 0.20.

Sulla base delle considerazioni di cui sopra, possiamo concludere che si possono rintracciare effetti distorsivi derivanti dal common ownership da un'analisi delle correlazioni dei "returns" di due diverse società. Sicuramente il calo nel livello di correlazione tra le due analisi è in parte spiegato dai diversi paesi in cui hanno sede le società (e quindi i rischi paese ad esse connessi), dalle strategie differenti di copertura dalle variazioni del prezzo del petrolio e da altri fattori legati al mondo dei mercati azionari dei rispetti paesi. Si ritiene, però, che ciò non basti per spiegare in maniera soddisfacente una variazione di questa entità. L'elemento mancante, quindi, per chiudere il cerchio e riuscire a dare una spiegazione valida al movimento così ampio delle correlazioni sembra essere proprio il comportamento dei common owners, come spiegato dai dati.

Sembra quindi possibile affermare, per quanto l'analisi sia sicuramente implementabile e necessiti di tempo e ulteriori verifiche per essere confermata con piena certezza, che si sia raggiunto l'obiettivo iniziale di questa tesi, ovvero provare a fornire un metodo alternativo a quelli proposti dalla letteratura per rintracciare possibili effetti distorsivi derivanti dal common ownership. In particolare, viene fornita una evidenza empirica a quanto sostenuto da A. Edmans nel suo paper del 2014 *Governance and comovement under common ownership*.

CONCLUSIONI

L'argomento trattato in questo lavoro, il common ownership, è molto particolare. La letteratura a riguardo ha iniziato a muovere i primi passi solo negli ultimi anni, creando una bibliografia qualitativamente e quantitativamente interessante. Quello che però più colpisce affrontando questo argomento è che in pochi casi gli studiosi sono riusciti a fornire risposte certe, con prove empiriche inconfutabili, circa gli effetti che il common ownership può causare nei diversi settori, nelle dimensioni di questo fenomeno e nei metodi di misurazione, come sottolineato nel capitolo 1. Nella maggior parte dei casi, infatti, i paper o si contraddicono tra loro oppure sono uno lo sviluppo dell'altro, ma non si ha mai la sensazione che ciò che viene identificato come risultato possa essere definitivo. Durante l'analisi di questi studi ciò che però colpisce maggiormente è la diffusione di questo fenomeno e, quanto sia radicata la presenza dei suoi attori protagonisti. Basta citare qualche numero per capirne la portata. BlackRock (5.3tn di asset gestiti), ad esempio, è tra i principali azionisti di 89 società del FTSE 100 e di 15 società del DAX 30, oltre che essere presente in numerose banche, società chimiche ed altre realtà come azionista di maggioranza; Vanguard, simile a livello di diffusione e dimensioni (4tn di asset gestiti) presenta, inoltre, tassi di crescita ancora più elevati di quelli di BlackRock. I settori in cui si rintracciano evidenze di common ownership sono i più diversi: il settore chimico in Germania, quello bancario e delle aerolinee americane, quello farmaceutico e quello dell'agrifood, solo per citarne alcuni tra quelli studiati nel capitolo 2. Sulla base delle

considerazioni fatte fin qui si è deciso di concludere il lavoro studiando se all'interno di un predeterminato settore è possibile rintracciare evidenze del common ownership sulla base di un'analisi delle correlazioni dei prezzi azionari delle società. In particolare, si è studiato il caso delle compagnie aeree dell'America del nord (Delta Airlines, JetBlue Airways, American Airlines, Southwest Airlines, Alaska Airlines, United Airlines), confrontando il livello di correlazione dei prezzi azionari ottenuto da un'analisi tra le sei società statunitensi e quello ottenuto associando a ciascuna di queste una società comparabile scelta sulla base di revenue simili, core business (compagnia aerea low cost, non low cost) uguale e numero di azionisti di maggioranza in comune. I risultati ottenuti sono molto significativi. Mentre nel primo caso l'analisi porta ad un livello di correlazione media di 0.685, con valore massimo di 0.81 e minimo di 0.62. Nel secondo caso, prendendo in considerazione società con i parametri sopra citati simili, otteniamo livelli di correlazione decisamente più bassi. Il valore massimo osservato, infatti, è di 0.35, mentre quello minimo è di 0.18. Confrontando tali valori con quelli di coppie dal basket di partenza con gli stessi parametri simili, si può osservare un calo della correlazione in media di 0.4. Questi risultati forniscono un'evidenza sufficientemente robusta per poter affermare che da uno studio delle correlazioni tra società comparabili sia possibile rintracciare la presenza o meno di effetti distorsivi legati al common ownership. Si può, inoltre, affermare che questo studio e questi risultati forniscano una base a supporto dello studio proposto da A. Edmans et al. nel 2014 ed intitolato *Governance and comovement under common ownership*, nel

quale si suggeriva una possibile correlazione tra titoli azionari anche in situazioni di indipendenza dei fondamentali.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

A. CAPOBIANCO, *Common Ownership by institutional investors and its impact on competition*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 128th Meeting of the Competition Committee, Nov. 2017.

A. CAPOBIANCO, *Common Ownership by institutional investors and its impact on competition*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 128th Meeting of the Competition Committee, Nov. 2017.

A. CAPOBIANCO, *Common Ownership by institutional investors and its impact on competition*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 128th Meeting of the Competition Committee, Nov. 2017.

A. CAPOBIANCO, *Common ownership by institutional investors and its impact on competition*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 128th Meeting of the Competition Committee, Nov. 2017.

A. EDMANS et al., *Governance and comovement under common ownership*, National Bureau of Economic Research, working paper 20420, Aug. 2014.

A. PAWLICZEK, A.N. SKINNER, *Common ownership and voluntary disclosure*, Working Paper, 2018.

A.L. BOONE, J.T. WHITE, *The effect of institutional ownership on firm transparency and information production*, J. Financ. Econ., 117(3), 508-533, 2015.

A.R. ADMATI, & P. PFEIDERER, *Forcing firms to talk: financial disclosure regulation and externalities*, Rev. Financ. Stud., 13(3), 479-519, 2000.

Alaska Air Group Inc. 2018 Annual Report,
<https://alaskaairgroupinc.gcs-web.com/static-files/8eb5f892-f69e-4fe0-9ac8-1cbcc53c0a0d>; Cfr. Alaska Air Investor Relations,
<https://alaskaairgroupinc.gcs-web.com/investors?c=109361&p=irol-IRHome>.

American Airlines Group Report full-year 2018 profit,
<https://americanairlines.gcs-web.com/news-releases/news-release-details/american-airlines-group-reports-fourth-quarter-and-full-year-3> ; Cfr. Investor Relations American Airlines Group.

Antòn, Miguel and Christopher Polk, *Connected stocks*, Journal of Finance 69, 1099-1127, 2014.

AZAR et al., *Anticompetitive effects of common ownership*, 2017.

B.J. BUSHEE, & C. LEUZ, *Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from the OTC bulletin board*, J. Account. Econ., 39(2), 233-264, 2005.

Bebchuck et al., *The case for increasing shareholder power*, Harvard Law Review, 118(3), 833-914, 2005.

BERGER and N. ALLEN, *The profit structure relationship in banking – tests of market – power and efficient – structure hypotheses*, Journal of Money, Credit and Banking, 404 – 431, 1995.

Bharath et al., *Exit as governance: An empirical Analysis*, Journal of Finance 68, 2515-2574, 2013.

C. BROOKS et al., *Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of merger and acquisitions*, Journal of Corporate Finance, 48, 187-216, 2018.

D.P. O'BRIEN & K. WAEHRER, *The competitive effects of common ownership: we know less than we think*, Feb. 2017.

D.W. DIAMOND, R.E. VERRECCHIA, *Disclosure, liquidity, and the cost of capital*, J. Finance, 46(4), 1325-1359, 1991.

Davis et al., *Business ties and proxy voting by mutual funds*, Journal of Financial Economics, 85(2), 552-570, 2007.

E.P. GILJE et al., *Who's paying attention? Measuring common ownership and its impact on managerial incentives*, National Bureau of Economic Research, working paper 25644, 2019.

E.P. GILJE et al., *Who's paying attention? Measuring common ownership and its impact on managerial incentives*, National Bureau of Economic Research, working paper 25644, 2019.

EGAN et al., *Deposit competition and financial fragility: evidence from the US banking sector*, American Economic Review, 107(1), 169 – 216, 2017.

F M S. MORTON, *Horizontal Shareholding: a summery of the argument*, CPI Antitrust Chronicle, 2018.

F. DIEZ et al., *Global market power and its macroeconomic implications*, IMF working paper, 18(137), 1, 2018.

F. DIEZ et al., *Global market power and its macroeconomic implications*, IMF working paper, 18(37), 1, 2018.

F.M.S. MORTON, *Barriers to entry, brand advertising, and generic entry in the US pharmaceutical industry*, International Journal of Industrial Organization, 18(7), 1085-1104, 2000.

FREEMAN, KAYLA, *The effects of common ownership on customer – supplier relationships*, Available at SSRN 2873199 Working paper, Indiana University.

Government Accountability Office, United States (“GAO”), *Proxy advisory firms’ role in voting and corporate governance practices*, Report to the chairman, Subcommittee on Economic Policy, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 2016.

<https://news.delta.com/delta-air-lines-announces-december-quarter-and-full-year-2018-profit>

<https://southwestonereport.com/stories/reporting-on-company-performance/> ; Cfr. Southwest Airlines Co. 2018 Annual Report to Shareholder,

http://www.southwestairlinesinvestorrelations.com/~media/Files/S/Southwest-IR/LUV_2018_Annual%20Report.pdf.

Investment Company Institute Fact Book, *BlackRock Global ETP report*, Dec. 2015.

J. AZAR et al., *Anticompetitive effects of Common Ownership*, Journal of Finance, 73, 2018.

J. AZAR et al., *Anticompetitive effects of common ownership*, Journal of Finance, Vol. 37 No.4, Aug 2018.

J. AZAR et al., *Anticompetitive effects of common ownership*, Journal of Finance, Vol. 37 No.4, Aug 2018.

- J. AZAR et al., *Anticompetitive effects of common ownership*, The Journal of Finance, Vol. LXXIII, No. 4, 2018.
- J. AZAR et al., *Ultimate Ownership and Bank Competition*, SSRN Electronic Journal, 2016.
- J. AZAR et al., *Ultimate Ownership and Bank Competition*, working paper, May 2019.
- J. AZAR et al., *Why common ownership creates antitrust risks*, CPI Antitrust Chronicle, June 2017.
- J. AZAR, & M.C. SCHMALZ, *Common ownership of competitors raises antitrust concerns*, Journal of European Competition Law & Practice, Vol.8, No.5, 2017.
- J. CLAPP, *The Rise of financial investment and common ownership in global agrifood firms*, Review of International Political Economy, DOI, 2019.
- J. CLAPP, *The rise of financial investment and common ownership in global agrifood firms*, Review of International Political Economy, 2019.
- J. CLAPP, *The rise of financial investment and common ownership in global agrifood firms*, Review of International Political Economy, DOI, 2019.
- J. FICHTNER et al., *Hidden power of big three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*”, Business and Politics, 2017.
- J. FICHTNER et al., *Hidden power of the big three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*”, Business and Politics, 19(2), 298-326, 2017.

- J. HE & J. HUANG, *Product market competition in a world of cross ownership: evidence from Institutional Blockholdings*, Review of Financial Studies, 2017.
- J. HE & J. HUANG, *Product market competition in a world of cross ownership: evidence from Institutional Blockholdings*, Review of Financial Studies, 2017.
- J. HE et al., *Internalizing governance externalities: the role of institutional cross-ownership*, J. Financ. Econ. Forthcoming, 2018.
- J. PARK et al., *Disclosure incentives when competing firms have common ownership*, Journal of Accounting and Economics, <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.02.001>.
- J. PARK, J. SANI & N. SHROFF et al., *Disclosure incentives when competing firms have common ownership*, Journal of Accounting and Economics, <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.02.001>.
- J. SELDESLACHTS et al., *Changes in Common Ownership of German companies*, DIW Economic Bulletin, June 2017.
- J. SELDESLACHTS et al., *Changes in common ownership of german companies*, DIW Economic Bulletin 30.2017.
- J.AZAR and M.C. SCHMALZ, *Common Ownership of Competitors Raises Antitrust Concerns*, Journal of European Competition Law and Practice, Vol. 8 No. 5, 2017.
- J.AZAR et al., *Why common ownership creates antitrust risks*, June 2017.
- J.G. RUGGIE, *Multinationals as global institution: Power, authority and relative autonomy*, Regulation & Governance, 12(3), 317-333, 2018.

JetBlue Airways 2018 Annual Report,

<http://blueir.investproductions.com/~media/Files/J/Jetblue-IR-V2/Annual-Reports/jblu013-ar-2018-web.pdf>; Cfr. JetBlue

Airways Investor Relations,

<http://blueir.investproductions.com/investor-relations#bannerSlider>.

L. KHAN et al., *Market power and inequality: The antitrust counterrevolution and its discontents*, Harvard Law & Policy Review, 11, 235-294, 2017.

L. KHAN, & S. VAHEESAN, *Market power and inequality: The antitrust counterrevolution and its discontents*, Harvard Law & Policy Review, 11, 235-294, 2017.

M. BACKUS et al., *Common Ownership in America: 1980-2017*, working paper 25454, National Bureau of Economic Research, January 2019, p. 1

M. NEWHAM et al., *Common ownership and market entry: Evidence from the pharmaceutical industry*, DIW Berlin, discussion paper, 2018.

M. SCHMALZ, *Common ownership concentration and corporate conduct*, Annual review of Financial Economics, 10(1), 413-448, 2018.

M.C. SCHMALZ, *Common ownership concentration and corporate conduct*, CESifo working paper No. 6908, May 2018.

M.C. SCHMALZ, *Common ownership concentration and corporate conduct*, CESifo working papers, 6908, May 2018.

McCahery et al., *Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors*, Journal of Finance, 71(6), 2905-2932, 2016.

O. DE JONGHE and G. SCHEPENS, *Bank competition and stability: cross-country heterogeneity*”, *Journal of financial intermediation*, 22(2), 218 – 244, 2013.

P. MOONEY, *Blocking the chain: Industrial food chain concentration, big data platforms and food sovereignty solutions*, Ottawa, ON: ETC Group, 2018.

S.P. BAGINSKI, *Intraindustry information transfers associated with management forecasts of earnings*, *J. Account. Res.*, 25(2), 196-216, 1987.

T. PRINCEN, *Distancing: Consumption and the severing of feedback*, in T Princen, M. Maniates, & K. Conca (Eds.), *Confronting Consumption*, pp.103-131, Cambridge, MA: MIT Press, 2002.

U. SCHWALBE, *Common Ownership and Competition – The current state of the debate*, *Journal of European Competition Law & Practice*, Vol. 9 No. 9, 2018.

United Continental Holdings Annual Report 2018, <http://ir.united.com/static-files/7764f912-7135-486b-aa5c-f729fa8b7cb3>; Cfr. Investor Relations and Presentation for FY 2018.