



SAGGI

«Social justifications proffered for (a) restraint of trade ... do not make (collusion) any less unlawful»
FTC v. Superior Ct. Trial Laws.
Ass'n 493 U.S. 411, 424 (1990)

Common Ownership, obiettivi ESG e fenomeni collusivi: qualche riflessione sulla recente esperienza americana

Common ownership, ESG and collusion: insights from the recent US antitrust and political developments

di *Federico Cesare Guido Ghezzi**

ABSTRACT

In questo lavoro si esamina l'ampio dibattito sorto in merito ai possibili effetti legati alla common ownership, ossia alla compresenza di un gruppo di investitori finanziari con simili obiettivi e orizzonti temporali nel capitale di una pluralità di imprese quotate tra loro concorrenti. Questa compartecipazione determinerebbe, attraverso svariati meccanismi di governance, un allineamento degli incentivi e delle strategie delle imprese partecipate verso un equilibrio di quiet life. Il descritto fenomeno, a prima vista plausibile e tale da avere indotto ad affermare che la common ownership è 'the greatest anticompetitive threat of our time' è stato a più riprese vagliato empiricamente. I risultati dell'analisi teorica ed empirica sono alquanto ambigui e molti degli autori che avevano inizialmente propugnato la tesi dell'anticompetitività, suggerendo rimedi draconiani per arginarne gli effetti negativi, in scritti più recenti hanno modificato, anche significativamente, le loro posizioni. Tuttavia, le tesi che dipingono la common ownership come il più grande pericolo antitrust dei nostri tempi sono state recentemente 'riesumate' dall'azione esperita dagli Attorney General di alcuni Stati repubblicani nei confronti delle c.d. Big Three dell'asset management: BlackRock, Vanguard e State Street. I grandi fondi, che (apparentemente) avevano sposato pienamente gli ideali di sostenibilità di lungo termine e la lotta al climate change, forti del peso preponderante dei pacchetti di azioni da loro complessivamente gestiti, avrebbero infatti indotto le imprese partecipate a ridurre la produzione di carbone, causando un significativo incremento del prezzo dell'energia per le imprese e i cittadini americani. Di fronte al pericolo di lunghe e costose azioni legali i fondi di asset management hanno fatto repentinamente marcia indietro, abbandonando le coalizioni che promuovevano la sostenibilità

* Professore di diritto commerciale, Università Bocconi, Milano.

e la lotta al cambiamento climatico, così destando più di qualche sospetto sulla genuinità della loro passata adesione ai valori che tali coalizioni rappresentavano.

This paper examines the wide-ranging debate that has emerged concerning the possible effects associated with common ownership, i.e. the co-participation of a group of financial investors with similar goals and time horizons in the capital of a plurality of competing listed companies. This co-participation would result, through a variety of governance mechanisms, in an alignment of the incentives and strategies of the investee firms toward a quiet-life equilibrium. The described phenomenon, at first sight plausible and such that it has led to the claim that common ownership is ‘the greatest anticompetitive threat of our time’, has been empirically evaluated on multiple occasions. The results of theoretical and empirical analysis are somewhat ambiguous, and many of the authors who initially advocated the anti-competitive thesis, suggesting draconian remedies to curb its negative effects, have in more recent times modified, even significantly, their positions. However, the theses portraying common ownership as the greatest antitrust danger of our time have recently re-emerged through the action brought by the Attorney Generals of some Republican States against the so-called big three of asset management: BlackRock, Vanguard and State Street. According to the Attorney Generals these funds, which had apparently fully shared the ideals of long-term sustainability and the fight against climate change, because of the preponderant weight of the equity packages they collectively managed, allegedly induced the investee companies to reduce coal production, causing a significant increase in the price of energy for US businesses and citizens. Faced with the prospect of extensive and costly lawsuits, the asset management funds made a sudden shift in their approach, withdrawing their support from the coalitions promoting sustainability and fighting climate change. This decision raised questions about the authenticity of their commitment to the values these coalitions represent.

SOMMARIO: 1. Introduzione: common ownership, sostenibilità ed effetti collusivi. – 1.1 Gli investitori finanziari quali veicolo delle iniziative di contrasto al cambiamento climatico. – 2. Il crescente rilievo degli investitori istituzionali negli assetti proprietari dell’impresa quotata. – 3. La c.d. horizontal ownership e la mancanza di un vaglio preventivo antitrust. – 4. Horizontal ownership ed effetti anticompetitivi. – 4.1. In particolare, gli effetti unilaterali. – 4.2. L’evidenza empirica. – 4.3. I rimedi regolatori proposti e le recenti iniziative in materia di controllo delle concentrazioni tra imprese. – 5. Iniziative ESG e concorrenza. Un problema (anche) politico? – 6. Common ownership, sostenibilità e concorrenza nel complaint dell’Attorney General del Texas. – 7. Conclusioni.

1. Introduzione: common ownership, sostenibilità ed effetti collusivi

«The American consumer is entitled to enjoy the fruits of free markets, vigorous competition, and (in the case of BlackRock) honest investment managers. Competitive markets – not the dictates of far-flung asset managers – should determine the price Americans pay for electricity».

Così recita l’*incipit* di una delle cause che più sembra(va)no destinate a fare discutere gli studiosi di antitrust nel prossimo futuro ¹: si tratta dell’azione

¹ Ho modificato questa frase, aggiungendo tra parentesi (va), quando una prima versione di questo lavoro era già stata stesa. Infatti, il complaint di cui si parla nel testo aveva tra i principali obiettivi quello di spingere gli intermediari finanziari ad uscire dalle varie “alleanze” e “coalizioni” volte a contrastare il cambiamento climatico. Per varie ragioni, tra cui il cambio di amministrazione negli Stati Uniti e una serie di iniziative dello House Judiciary Committee della Camera dei rappresentanti, la maggioranza degli intermediari finanziari che operano sui mercati statunitensi ha

introdotta nel novembre 2024 da parte dell'Attorney General dello Stato del Texas, Ken Paxton – unitamente ai procuratori di altri dieci Stati a guida repubblicana – nei confronti di Blackrock, Inc., State Street Corporation, e The Vanguard Group, Inc., le c.d. 'Big Three' dell'asset management mondiale ².

L'interesse verso questo specifico caso risiede nel fatto che esso poggia su una delle teorie del danno più interessanti, ma allo stesso tempo più controverse, tra quelle recentemente elaborate in materia di diritto della concorrenza: la c.d. *common ownership doctrine*. Tra i principali motivi che sorreggono il *complaint* vi è infatti la circostanza che l'acquisto parallelo da parte delle Big Three di pacchetti azionari in imprese operanti nel campo dell'estrazione del carbone, ed il modo in cui tali asset managers hanno esercitato i loro poteri di voice, avrebbero contribuito ad alterare in senso anticompetitivo le condotte di mercato delle imprese partecipate. L'adesione alla "parziale, intellettualmente disonesta e distruttiva" ideologia *green* ³, e la conseguente pressione al fine di ridurre le emissioni di Co2, avrebbero determinato una forte contrazione della produzione di carbone e un conseguente significativo incremento del livello dei prezzi dell'energia.

Insomma, la lesione concorrenziale sarebbe dovuta *anche* alla particolare composizione dell'azionariato, replicata in tutte le imprese quotate operanti in un dato mercato di riferimento (quello dell'estrazione del carbone). Un ristretto nucleo di soci (le Big Three), che cumulativamente detengono pacchetti azionari assai significativi e che hanno i medesimi obiettivi nella gestione di tali partecipazioni (la lotta al cambiamento climatico), avrebbe sfruttato il conseguente 'potere di influenza' per indurre o – meglio – imporre tali obiettivi alle imprese 'comunemente controllate'.

Ora, va subito detto che l'impostazione, per certi versi olistica, che vede struttura proprietaria, mercato del controllo e mercato del prodotto quali elementi di una medesima prospettiva di massimizzazione del benessere generale è da molti decenni al centro dell'attenzione degli studiosi del diritto dell'impresa ⁴. La

annunciato, tra il marzo 2024 e il gennaio 2025, il ritiro da Climate Action 100+, Net Zero Alliance e iniziative similari; dunque, almeno una parte degli obiettivi che avevano mosso gli Attorney General ad agire sono stati raggiunti e potrebbe darsi che la vicenda si chiuda nei prossimi mesi con un settlement e una serie di impegni delle parti.

² Il complaint è stato depositato presso la Corte Distrettuale del Texas dell'Est – Tyler Division, il 27 novembre 2024: v. www.texasattorneygeneral.gov. (d'ora in poi, Texas Complaint). Per un primo commento cfr. M. DOLMANS-W. LIN-C.E. LIN, *Sustainable Antitrust Policy in the US and Texas BlackRock – Hot Water or Hot Air?*, SSRN: ssrn.com.

³ Come riporta il Financial Times, l'Attorney General del Texas, rilasciando una dichiarazione subito dopo la presentazione del complaint, ha sostenuto che «Texas will not tolerate the illegal weaponisation of the financial industry in service of a destructive, politicised environmental agenda», così inquadrando l'azione nell'ambito della guerra degli Stati repubblicani a quello che gli stessi procuratori definiscono come woke capitalism. V. M. MCCORMICK-B. MASTERS, *Republican US states sue BlackRock for 'destructive' green agenda*, Financial Times, online version, 27 November 2024; v. www.ft.com. Già, in precedenza, il Comptroller del Texas aveva affermato che: «Texas has been a leader in calling out investment firms that have been playing politics with the retirement money of hard-working Americans. Our goal has always been to bring some honesty to what has really been a one-sided and intellectually dishonest discussion». Cfr. il press Release: *Texas Comptroller Glenn Hegar Announces Update to List of Financial Companies that Boycott Energy Companies*, del 1° novembre 2023: v. comptroller.texas.gov.

⁴ Cfr. A. TZANAKI, *Common Ownership and Minority Shareholding at the Intersection of Competition and Corporate Law – Looking Through the Past to Return to the Future?* in M. CORRADI-J. NOWAG (a cura di) *Intersections Between Corporate and Antitrust Law*, C.U.P., Cambridge, 2023, p. 316: «by turning its look inside corporate governance and shareholder structures, antitrust could provide an effective alternative tool to holistically capture

peculiarità del dibattito più recente è che, anche dal punto di vista concorrenziale, l'attenzione si è spostata dalle caratteristiche della struttura proprietaria alla *composizione* dell'azionariato⁵. In particolare, ci si è domandati se tale composizione abbia una qualche influenza sulle strategie competitive delle imprese partecipate e, più specificamente, se e a quali condizioni tale influenza sia plausibile sotto un profilo teorico; se essa sia effettivamente significativa sotto un profilo empirico, e quindi rilevante sotto il profilo delle politiche antitrust; infine, se gli strumenti di intervento a disposizione delle autorità preposte alla tutela della concorrenza siano adeguati al fine di ridurre il suo (eventuale) impatto negativo sul benessere complessivo.

L'insieme di queste domande è divenuto di attualità proprio con riferimento al sempre più rilevante peso degli intermediari finanziari e soprattutto dei grandi fondi di asset management quali azionisti delle grandi imprese quotate. Un fenomeno che ha riguardato tutti i principali ordinamenti occidentali, ma è iniziato ed ha avuto la sua massima espansione negli Stati Uniti.

1.1. Gli investitori finanziari quali veicolo delle iniziative di contrasto al cambiamento climatico

Parallelamente, negli ultimi anni vi è stato un fiorire di iniziative multilaterali, alleanze e coalizioni che hanno cercato di coinvolgere e responsabilizzare le imprese e gli intermediari finanziari nella lotta contro il cambiamento climatico e, più in generale, nell'adozione di obiettivi e comportamenti improntati alla sostenibilità. Tra queste, forse, le più rilevanti sono state la Climate Action 100+⁶ e la Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ), con le sue numerose

problematic minority shareholdings that create both agency problems or conflicts of interest and market power concerns (just as early corporate law regulation of mergers and shareholding acquisitions did)».

⁵ Si tratta di un dibattito simile a quello sviluppatosi nell'ambito del diritto societario con riferimento al ruolo degli investitori istituzionali e alle implicazioni del loro attivismo sulla governance delle imprese quotate, sul quale, limitandosi ai lavori più noti, specialmente in tema di hedge funds, v. R. ROMANO, *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of corporate Governance*, in 18 *Yale J. Reg.*, 2001, p. 174 ss.; M. KAHAN-E. B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *Un. Penn. L. Rev.*, p. 1021 ss.; W.W. BRATTON, *Hedge Funds and Governance Targets*, in 95 *Georgetown L. J.*, 2007, p. 1375 ss.; L.A. BEBCHUK-A. BRAV-W. JIANG, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, in 115 *Colum. L. Rev.*, 2015, p. 1085 ss.; L. STRINE JR., *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, in 126 *Yale L. J.*, 2017, p. 1870 ss.; J. MACEY, *Their Bark Is Bigger than Their Bite: An Essay on Who Bleeds When the Wolves Bite*, in 126 *Yale L. J. Forum*, 2017, p. 526 ss.

⁶ Tale coalizione, nata nel 2017 per iniziativa di Calpers, il principale fondo pensione californiano, Ceres, l'associazione non profit considerata la 'founding mother of the ESG investing' e una serie di fondi e associazioni sensibili alla tutela dell'ambiente. Climate Action 100+ è stata considerata tra le più importanti iniziative degli investitori contro il cambiamento climatico. L'alleanza è incentrata sull'utilizzo degli strumenti di voice (e in alcuni casi di exit) che i firmatari hanno in qualità di azionisti e gestori di partecipazioni in un gruppo di oltre 160 imprese che sono considerate tra le maggiori produttrici di gas serra al fine di ridurre le emissioni, migliorarne la governance e rafforzare le informazioni finanziarie relative al clima. Coordinata da cinque reti di membri, Climate Action 100+ nel 2023 raggruppava circa 700 tra asset owners, asset managers, fondi, gruppi bancari e altre imprese finanziarie, sostenute nelle loro attività di corporate stewardship per creare valore per gli azionisti a lungo termine. Molti investitori aderenti, e in particolare i principali asset manager sono usciti dalla Coalizione tra il 2023 e il 2024, spinti come si vedrà da molteplici indagini degli Attorney General degli stati repubblicani e del Judiciary Committee dell'House of Representatives a guida repubblicana.

diramazioni ⁷, le quali erano riuscite ad aggregare centinaia di banche, fondi, investitori e altri operatori del settore dei servizi finanziari attorno all'obiettivo di promuovere attivamente una trasformazione effettiva del – e attraverso il – settore finanziario per raggiungere zero emissioni nette entro il 2050. Senza poter qui approfondire la questione ⁸, ci si può limitare a ricordare che i firmatari di queste iniziative, tra i quali le Big Three e gli altri maggiori asset managers operanti negli Stati Uniti, si erano impegnati a orientare i loro investimenti e le loro attività di gestione in modo da fissare obiettivi intermedi già per il 2030, coerenti con una quota equa della riduzione globale del 50% dei gas serra per fermare il riscaldamento globale a 1,5° C. Essi si erano inoltre impegnati a garantire una condotta responsabile, trasparente e rigorosa, promettendo di riferire annualmente circa i progressi compiuti rispetto alle raccomandazioni ricevute, nonché di definire e aggiornare un piano d'azione per il clima con un approccio verificabile e fondato su una metodologia solida e coerente con i criteri *Race to Zero* ⁹.

Ora, la mera adesione a principi ideali non comporta evidentemente alcuna conseguenza sotto il profilo concorrenziale. Tuttavia, se l'adesione si trasforma nell'elaborazione o comunque nella adozione di un piano comune, con obiettivi concreti e che sono resi pubblici, ciò potrebbe determinare talune violazioni della disciplina antitrust, poiché queste forme di collaborazione potrebbero generare un allineamento delle condotte di mercato e forme di boicottaggio o discriminazione delle imprese che non si adeguano alle strategie concordate. Negli Stati Uniti, queste collaborazioni, soprattutto se non accompagnate da guadagni di efficienza, sono guardate storicamente con estremo scetticismo, posto che «competition, not combination, should be the law of trade» ¹⁰. Non casualmente, nell'ambito di una recente indagine, lo *House Judiciary Committee* della

⁷ Nell'ambito di questa coalizione, promossa dalle Nazioni Unite, quantomeno inizialmente erano stati creati numerosi sottogruppi, che raccoglievano le principali banche (NZBA), asset managers (NZAM), asset owners (NZAO), e imprese assicurative (NZIA) V. per una descrizione più accurata The Alliances and GFANZ, GFANZ, www.gfanzero.com [perma.cc].

⁸ Per un inquadramento di queste coalizioni si v. A. MIAZAD, *Investor Climate Alliances*, in *Wash Un. Law Rev.*, 2024 (che guarda in particolare a Climate Action 100+), ID., *From Zero-Sum to Net-Zero Antitrust*, in 56 *U.C. Davis L. Rev.*, 2023, p. 2067 ss.; J.E. FISCH-S.M. SEPE, *Shareholder Collaboration*, in 98 *Tex. L. Rev.*, 2020, p. 863 ss.; R.B. THOMPSON, *The New Unocal*, in 65 *Ariz. L. Rev.*, 2023, p. 695; D.W. PUCHNIAK-U. VAROTTIL, *Climate-Related Shareholder Activism as Corporate Democracy: A Call to Reform "Acting in Concert" Rules*, in *J. Corp. L.*, 2024; M. DOLMANS-W. LIN, J. HOLLIS, *Sustainability and Net Zero climate agreements – a transatlantic antitrust perspective*, in 8 *Comp. Law & Pol. Debate*, 2023, pp. 63-80.

⁹ Nell'aderire all'iniziativa NZAM, gli asset manager si sono impegnati a: «support the goal of net zero greenhouse gas (GHG) emissions by 2050, in line with global efforts to limit warming to 1.5°C. It also commits to support investing aligned with net zero emissions by 2050 or sooner». Inoltre, «across all assets under management: 6. Provide asset owner clients with information and analytics on net zero investing and climate risk and opportunity; 7. Implement a stewardship and engagement strategy, with a clear escalation and voting policy, that is consistent with our ambition for all assets under management to achieve net zero emissions by 2050 or sooner; 8. Engage with actors key to the investment system including credit rating agencies, auditors, stock exchanges, proxy advisers, investment consultants, and data and service providers to ensure that products and services available to investors are consistent with the aim of achieving global net zero emissions by 2050 or sooner; 9. Ensure any relevant direct and indirect policy advocacy we undertake is supportive of achieving global net zero emissions by 2050 or sooner. Accountability: 10. Publish TCFD disclosures, including a climate action plan, annually, and submit them to the Investor Agenda via its partner organisations for review to ensure the approach applied is based on a robust methodology, consistent with the UN Race to Zero criteria, and action is being taken in line with the commitments made here». Cfr. *Net Zero Asset Managers Initiative – Initial Target Disclosure Report*, May 2022, che si legge alla pagina: www.netzeroassetmanagers.org.

¹⁰ *Nat'l Cotton Oil Co. V. Texas*, 197 U.S. 115, 129 (1905).

Camera, a maggioranza repubblicana, ha bollato la partecipazione dei principali fondi americani allo NZAM come un «climate cartel consisting of left-wing activists and major financial institutions that collude to impose radical environmental, social, and governance goals on American companies»¹¹.

Al di là di interpretazioni e interessi di natura politica, non vi è dubbio alcuno che la transizione verso una *net zero economy* rappresenti un processo che, determinando la progressiva eliminazione di alcuni combustibili, può generare effetti di sostituzione, un incremento dei costi e più o meno temporanei aumenti di prezzo legati alla riduzione dell'offerta. Sotto questi profili, le autorità antitrust statunitensi, anche negli ultimi anni, sono state molto chiare nell'affermare che non vi è alcun tipo di esenzione o trattamento preferenziale per gli accordi di cooperazione che intendono promuovere la sostenibilità. La stessa presidente della FTC, Lina Khan, in un articolo sul Wall Street Journal dall'assai indicativo titolo '*ESG Won't Stop the FTC*', nel 2022 aveva affermato che: «I've heard would-be merging parties make all sorts of commitments to be better corporate citizens if only we would back off from a lawsuit (...). Some in corporate America seem to think that the FTC won't challenge an otherwise illegal deal if we approve of its ESG impact. They are mistaken. The antitrust laws don't permit us to turn a blind eye to an illegal deal just because the parties commit to some unrelated social benefit»¹².

Come si vedrà, molte sono state di conseguenza le iniziative intraprese dagli Attorney General provenienti dagli stati repubblicani (molti dei quali tra i principali produttori di combustibili fossili) tese a contrastare questi accordi e i loro effetti asseritamente restrittivi, specialmente nei mercati dell'energia. In questo ambito, il complaint presentato dall'Attorney general del Texas si distingue perché non solleva esclusivamente l'ipotesi collusiva, ma sviluppa anche una diversa linea argomentativa, legata alla teoria della common ownership. Il complaint tenta infatti di dimostrare come le "comuni" richieste, dichiarazioni, e condotte di voto da parte degli asset manager dei principali fondi (rappresentati principalmente da index funds) nelle imprese quotate operanti nel mercato del carbone, certamente orientate anche dall'adesione alle varie coalizioni volte a contrastare il cambiamento climatico, abbiano indotto gli amministratori di queste ultime a tagliare significativamente la produzione, contribuendo ad aumentare il prezzo dell'energia.

¹¹ Si veda il comunicato stampa del 20 dicembre 2024, *Judiciary Committee Probes 60+ Companies over ESG Ties*; cfr. [judiciary.house.gov](https://www.judiciary.house.gov).

¹² L. KHAN, *ESG won't stop the FTC*, Wall Street Journal, December 21, 2022, www.wsj.com. Analogamente, in una audizione tenutasi nel settembre 2022 di fronte alla Commissione Giustizia del Senato, rispondendo ad alcune domande poste dal senatore repubblicano Ted Cruz, Lina Khan affermava che: «the FTC has not asked parties about their ESG policies. Parties may themselves proactively raise their ESG policies and/or suggest that these policies can cure an otherwise illegal merger. I believe it is paramount in these instances to remind them that there is no ESG exemption to the antitrust laws». Per questa ed altre risposte alle domande dei senatori della sottocommissione antitrust e consumatori v.: www.judiciary.senate.gov.

2. Il crescente rilievo degli investitori istituzionali negli assetti proprietari dell'impresa quotata

In tema di composizione dell'azionariato e di ruolo degli investitori finanziari, si può affermare che, quantomeno fino al decennio scorso, nella prevalente dottrina vi fosse la diffusa convinzione che la presenza di soggetti specializzati, quali fondi e asset manager, nel capitale delle imprese industriali rappresentasse un fattore pro-competitivo, dunque da incentivare anche in ottica di tutela della concorrenza¹³. L'attività di questi soggetti veniva considerata veicolo per un incremento di efficienza nella gestione delle imprese partecipate, sia in relazione all'esercizio dei diritti di voice, sia in relazione al mercato del controllo¹⁴.

Negli ultimi anni, il *favor* nei confronti dell'attività di investimento dei fondi si è rapidamente sopito. Naturalmente, non è estraneo a questo mutato atteggiamento il peso sempre più preponderante che nel corso del tempo gli intermediari hanno acquisito quali azionisti (e acquirenti) di imprese¹⁵.

Negli Stati Uniti, il ruolo degli investitori istituzionali è infatti cresciuto in modo esponenziale soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008¹⁶. Essi, nel complesso, rappresentano oggi quasi il 70% del mercato azionario e una percentuale addirittura maggiore del capitale e dei diritti di voto delle società quotate nell'indice S&P 500¹⁷. Negli ultimi decenni vi è stato, inoltre, un mutamento nell'industria dell'asset management, rappresentato dal passaggio da strategie di gestione attiva alla prevalenza di gestioni passive e, quindi, al prevalere di

¹³ In questo e nei prossimi due paragrafi riprendo, in parte, quanto scritto in F. GHEZZI, *Investitori istituzionali, governance e tutela della concorrenza*, in P. MARCHETTI-S.P. ROSSI-G. STRAMPELLI-F. URBANI-M. VENTORUZZO (a cura di), *La S.P.A nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, a cura di P. Marchetti, Milano, 2024, p. 683 ss.

¹⁴ Questi effetti positivi – si sosteneva – emergono in primo luogo nella governance, poiché gli investitori professionali avrebbero le capacità e gli incentivi ad esercitare un controllo adeguato sulle strategie delle imprese e dei loro organi, così da ridurre l'estrazione di benefici privati da parte del management (nell'ipotesi di società ad azionariato disperso) o in favore dei soci di controllo (nelle ipotesi di società con azionisti industriali rilevanti) e più in generale contribuirebbero a migliorare le performance delle imprese partecipate. Il dibattito è notissimo: cfr. B.S. BLACK, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, in 39 *UCLA L. Rev.*, 1992, pp. 811-893, in part. p. 814; E.B. ROCK, *The Logic and Uncertain Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *Geo L. J.*, 1991, p. 452 ss., e Z. GOSHEN-D. LEVIT, *Common Ownership and the Decline of the American Worker*, in 72 *Duke L. J.*, 2022, p. 1 ss. In secondo luogo, il ruolo degli investitori finanziari sarebbe essenziale nell'attività di acquisizione di imprese quotate e non quotate, per gli effetti positivi sul mercato del controllo societario e quindi sugli incentivi del management a perseguire l'interesse degli azionisti: cfr. per tutti H.G. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in 75 *J. Pol. Ec.*, 1965, pp. 110-120; E.B. ROCK, *Antitrust and the Market for Corporate Control*, in 77 *Calif. L. Rev.*, 1985, p. 1365 ss.

¹⁵ Già nel 2016, sul *New York Times*, Posner, Scott Morton e Weyl notavano che: «the real challenge to competitive markets today does not come from mergers [...]. The great, but mostly unknown, antitrust story of our time is the astonishing rise of the institutional investor – a large [financial intermediary] company [...] that buys stock in substantial quantities for the benefit of clients and customers – and the challenge that it poses to market competition». Cfr. E. POSNER-F. SCOTT MORTON-W. WEYL, *A Monopoly Donald Trump Can Pop*, in *The New York Times* 7 December 2016.

¹⁶ Si vedano J. FICHTNER-E.M. HEEMSKERK-J. GARCIA BERNARDO, *Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*, in 19 *Bus. & Pol.*, 2017, pp. 298-326.

¹⁷ A. BRAV-D.S. LUND-L. ZHAO, *Flows, Financing Decisions, and Institutional Ownership of the U.S. Equity Market*, ECGI Law W.P. 749/2024, p. 10, nonché E. ELHAUGE, *The Greatest Anti-competitive Threat of Our Time: Fixing the Horizontal Shareholding Problem*, Promarket, January 7, 2019.

fondi (tra cui gli Exchange Traded Funds) che replicano l'andamento di un determinato indice assunto quale riferimento in relazione al portafoglio investito; questo cambiamento di strategia ha consentito ai fondi di ridurre i rischi e al contempo di offrire prodotti di investimento caratterizzati da costi di gestione inferiori ¹⁸.

La rapidissima crescita delle partecipazioni complessivamente detenute da parte dei grandi gestori di fondi, e in particolare delle Big Three ¹⁹, nell'ambito di una industria sempre più concentrata e specializzata ²⁰, è stata vista con crescente preoccupazione per i suoi effetti in termini di accumulazione di potere ²¹. Contemporaneamente, anche (o proprio) nei mercati in cui più cresceva la presenza degli investitori o dei fondi istituzionali nell'azionariato delle principali imprese, si è assistito ad un progressivo aumento del livello di concentrazione ²², dei prezzi e dei profitti ²³, mentre si sono al contempo ridotti produttività, investimenti, tasso di innovazione e rapporto salari/profitti ²⁴.

¹⁸ OECD, *Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition*, Background Note by the Secretariat, 5-6 December 2017: v. one.oecd.org; K.K. FRENCH, *Presidential Address: The Cost of Active Investing*, in 63 *J. Fin.*, 2008, p. 1537 ss.

¹⁹ I dati mostrano che «the Big Three own a three to seven percent stake in competing companies within the airline, mobile phone, soft drink, aluminum, and breakfast food industries. This places the Big Three – and particularly BlackRock and Vanguard – at the center of the corporate ownership debate because they have both breadth of ownership across several industries and depth of ownership (in terms of the number of shares) within those industries. This breadth and depth allow them to exert centralized power over corporations via shareholder votes»; v. K. CRAWFORD, *A New Perspective on Common Ownership: Considering the Anticompetitive Effects of the Big Three's ESG Agenda*, in 38 *Notre Dame J.L. Eth. & Pub. Pol'y*, 2024, p. 351.

²⁰ J. FICHTNER-E.M. HEEMSKERK-J. GARCI BERNARDO, *Hidden Power*, cit., p. 301, nonché M. BACKUS-C. CONLON-M. SINKINSON, *Common Ownership in America: 1980-2017*, in 13 *Amer. Econ. J. – Microec.*, 2021, pp. 273-303.

²¹ J.C. COATES, IV, *The Future of Corporate Governance Part I: The problem of Twelve*, Harvard Pub. L. W.P. 19-07, 2018, p. 10 ss. A. BRAV-D.S. LUND-L. ZHAO, *Flows*, cit., p. 27, hanno calcolato che la presenza congiunta delle Big Three nel capitale delle imprese comprese nell'indice S&P 500 fosse, nel 2022, pari al 20,53%, una percentuale elevatissima se si considera che si tratta nella stragrande maggior parte di public companies con azionariato polverizzato. L.A. BEBCHUK-S. HIRST, *The Specter of the Giant Three*, in 99 *Boston Un. L. Rev.*, 2019, p. 721, stimavano (nel 2019) che nell'ambito di un decennio (quindi entro il 2030) le Big Three sarebbero giunte a detenere il 34% dei diritti di voto delle società comprese nello S&P 500; v., infine, nella medesima prospettiva, J. AZAR, *The Common Ownership Trilemma*, in 87 *Univ. Chic. L. Rev.*, 2020, p. 263.

²² US Council of Economic Advisor, Issue Brief, *Benefits of Competition and Indicators of Market Power*, April 2016; J. DE LOECKER-J. EECKHOUT-G. UNGER, *The rise of market power and the macroeconomic implication*, in 135 *Quart. J. Ec.*, 2020, p. 561 ss., G. GRULLON-Y. LARKIN-R. MICHAELY, *Are US Industries Becoming more Concentrated?*, in 23 *Rev. Fin.*, 2019, pp. 697-743, ma v. i dubbi espressi da L.M. FROEB-G.J. WERDEN, *Don't Panic: A Guide to Claims of Increasing concentration*, in SSRN: ssrn.com e C. SHAPIRO-A. YURUKOGLU, *Trends in competition in the United States, What does the evidence show?*, NBER Working Paper 32762, 24 August 2024.

²³ M. COVARRUBIAS-G. GUTIERREZ-T. PHILIPPON, *From Good to Bad Concentration? US Industries over the Past 30 Years*, 34 *NBER Macroeconomics Annual*, 2019; S. BARKAI, *Declining labor and capital shares*, New Working paper series No. 2, Stigler Center for the Study of the Economy and the State, 2016; L. BOUER-F. SCOTT MORTON, *Testing the Theory of Common Stock Ownership*, NBER WP 27515 July 2020 (quando un'impresa entra nell'indice S&P 500, aumenta la quota di partecipazione degli investitori e in particolare dei fondi passivi, e in seguito aumentano i profitti).

²⁴ G. GUTIERREZ-T. PHILIPPON, *Investment-less Growth: An Empirical Investigation*, in 48 *Brook. Papers Econ. Activity*, 2017, pp. 89-90; J. AZAR-I. MARINESCU-M. STEINBAUM, *Labor Market Concentration*, in 57 *J. Hum. Res.*, 2022, p. S167 ss.

Sulla scorta dei risultati di alcune ricerche riguardanti i mercati bancari e del trasporto aereo ²⁵ si è così fatta strada l'ipotesi che potesse esservi una relazione causale tra questi due fenomeni, ossia che gli intermediari finanziari potessero avere giocato un ruolo rilevante nell'influenzare le strategie competitive delle imprese partecipate, determinando un aumento del surplus delle imprese a scapito del benessere di consumatori e lavoratori ²⁶.

3. La c.d. horizontal ownership e la mancanza di un vaglio preventivo antitrust

Sotto accusa è finito il fenomeno della *common ownership* ²⁷ il quale non rappresenterebbe altro se non una forma di moderno trust rovesciato ²⁸ e, dunque, un sistema «reminiscent of the early twentieth-century system of finance capital when business was under the control of tycoons such as J.P. Morgan and J.D. Rockefeller» ²⁹.

La progressiva espansione dei fondi che, al fine di diversificare il rischio, investono sui principali indici di imprese quotate in una logica di portafoglio ha condotto ciascuno di questi asset manager a detenere significativi pacchetti di azioni in tutte le principali imprese quotate operanti in determinati settori industriali.

Ebbene, negli Stati Uniti questa serie di acquisizioni parallele non ha per lungo tempo richiesto alcun vaglio antitrust. Per quanto concerne in particolare la disciplina delle concentrazioni, si riteneva infatti che la comunicazione (e conseguente autorizzazione) non fosse dovuta poiché tali operazioni non parevano dare luogo all'acquisto di una influenza rilevante sulle attività delle imprese target, posto che all'acquisto di partecipazioni che non consentono di esercitare diritti di governance si applica la c.d. «solely for investment exception» ³⁰.

²⁵ Cfr. J. AZAR-S. RAINA-M.C. SCHMALZ, *Ultimate Ownership and Bank Competition*, in 51 *Fin. Mngt*, 2022, p. 227 e J. AZAR-M.C. SCHMALZ-I. TECU, *Anticompetitive Effects of Common Ownership*, in 73 *J. Fin.*, 2018, p. 1513 ss.

²⁶ Si vedano, in questo senso, i contributi di O. SHY-R. STENBACKA, *Common ownership, institutional investors, and welfare*, in 29 *J. Ec. & Mngt Strat.*, 2020, pp. 706-723; Z. GOSHEN-D. LEVIT, *Common Ownership*, cit., 1 ss.: «a few powerful institutional investors—dubbed common owners—now hold large stakes in most U.S. corporations. And in no coincidence, when U.S. workers acquired this new set of bosses, their wages stopped growing while shareholder returns increased». Per una critica al supposto rapporto causale common ownership-concentrazione dei mercati-incremento dei profitti d'impresa cfr. E.B. ROCK-D.L. RUBINFELD, *Does Common Ownership Explain Higher Oligopolistic Profits?*, in M. CORRADI, J. NOWAG (a cura di), *Intersections*, cit., i quali, oltre a contestare la metodologia adottata per stimare l'aumento del grado di concentrazione nei mercati americani, sostengono che vi siano spiegazioni alternative altrettanto se non maggiormente plausibili.

²⁷ Per una approfondita ricostruzione del fenomeno e delle sue implicazioni concorrenziali v. A. TZANAKI, *Varieties and Mechanisms of Common Ownership: A Calibration Exercise for Competition Policy*, in 18 *J. Comp. Law & Ec.*, 2021, pp. 168-254.

²⁸ Dunque, una forma di intesa potenzialmente restrittiva della concorrenza che, tuttavia, può determinare altresì effetti positivi in termini di efficienza (ad esempio poiché riduce il costo della gestione dei patrimoni e può migliorare la governance delle imprese partecipate). Cfr. E. EL-HAUGE, *Horizontal Shareholding*, in 129 *Harv. L. Rev.*, 2016, p. 1267 ss.; F. SCOTT MORTON-H. HOVENKAMP, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, in 127 *Yale L. J.*, 2018, p. 2026 ss.; E.A. POSNER-F. SCOTT MORTON-E.G. WEYL, *A proposal to Limit the Anticompetitive Power of Institutional Investors*, in 81 *Antit. L. J.*, 2017, p. 670.

²⁹ J. FICHTNER-E.M. HEEMSKERK-J. GARCIA BERNARDO, *Hidden Power*, cit., p. 299.

³⁰ Negli Stati Uniti ai sensi della Section 7, Clayton Act, si deve notificare ogni acquisto di

Gli intermediari e i loro fondi non hanno, di conseguenza, incontrato ostacoli nell'accumulare partecipazioni in centinaia di imprese quotate comprese negli indici di riferimento, ancorché una parte di queste ultime si trovasse in rapporto di reciproca concorrenza orizzontale. Posto che la medesima strategia è stata adottata simmetricamente da una pluralità di investitori, il risultato è che l'*insieme* di tali soggetti è giunto a detenere percentuali assai rilevanti, se non la maggioranza, dei diritti di voto in ciascuna delle società partecipate comprese in un determinato indice.

Una parte della dottrina ha ritenuto *plausibile* che questa situazione abbia determinato taluni, rilevanti, effetti anticompetitivi, tanto che il fenomeno della common ownership è stato definito « *the greatest anticompetitive threat of our time* »³¹. Una affermazione assai contestata da altri, che ritengono invece tanto la ricostruzione teorica, quanto l'analisi empirica a supporto della *common ownership doctrine*, controintuitive ed errate³².

Le stesse autorità antitrust, almeno in un primo momento, hanno considerato che gli effetti anticompetitivi derivanti dalla compresenza di intermediari finanziari nel capitale di imprese concorrenti non fossero verosimili, né comunque evidenti³³, per poi mutare parzialmente indirizzo.

azioni o attività patrimoniali che possa determinare una riduzione sostanziale della concorrenza quando il valore dell'operazione superi una certa somma (per il 2024, la soglia minima prevista dallo Hart Scott Rodino Act è pari a 119 milioni di dollari). Ai fini della comunicazione non è necessario l'acquisto del controllo o di una influenza determinante/significativa, poiché «the key inquiry is the effect on competition, regardless of the cause» (U.S. v. Dairy Farmers of America, Inc., 426 F.3d 850 (6th Cir., 2005)). Per quanto concerne le azioni, la legge non prevede una percentuale minima del capitale oltre alla quale è necessario effettuare la notifica. Sulla base della giurisprudenza, tale percentuale si colloca nell'intorno del 15%. Vi è tuttavia una eccezione – la c.d. *solely for investment exemption* – che si applica quando l'acquirente della partecipazione non è in grado, né intende esercitare alcuna influenza sulle attività dell'impresa target e dunque non abbia la possibilità: (a) di nominare uno o più membri del consiglio di amministrazione, (b) di esercitare poteri di veto rispetto a determinate decisioni strategiche, o (c) di vantare diritti speciali di accesso a informazioni sensibili che riguardano le attività dell'impresa partecipata. Sino ad oggi, questa speciale esenzione è stata ritenuta applicabile anche agli investimenti dei fondi passivi. E. ELHAUGE, *How Horizontal Shareholding Harms Our Economy—And Why Antitrust Law Can Fix It*, in 10 *Harv. Bus. L. Rev.*, 2020, p. 207 ss., sostiene tuttavia che l'esenzione in parola si applicherebbe quando: (a) l'acquisizione non conferisce alcuna influenza sull'impresa e (b) non si creino effetti anticompetitivi. Di conseguenza, l'esenzione non sarebbe applicabile a quelle situazioni di horizontal ownership che determinassero effetti anticompetitivi.

³¹ V. E. ELHAUGE, *The Greatest Anticompetitive Threat*, cit.

³² Cfr., ad esempio, D.H. GINSBURG-K. KLOWERS, *Common Sense about Common Ownership*, in *Concurrence Rev.* n. 2/2018. Altri ritengono che la common ownership possa in alcune circostanze e strutture di mercato determinare effetti anticompetitivi, ma che «both researchers and policy authorities are getting well ahead of themselves in calling for and implementing policies changes based on this research»: D.P. O'BRIEN-K. WAEHRER, *The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less than We Think*, in 83 *Antit. L. J.*, 2017, p. 730 ss.

³³ Di fronte alle prime indicazioni della dottrina, un commissario della FTC aveva affermato che: «areas of research that I, as an antitrust enforcer, would like to see developed before shifting policy on common ownership (are): whether a clear mechanism of harm can be identified»; v. N. PHILLIPS, *Protection in the 21st Century Corporate Governance, Institutional Investors, and Common Ownership*, FTC Hearing #8: *Competition and Consumer*, NYU School of Law, 6 December 2018, in www.ftc.gov.

4. Horizontal ownership ed effetti anticompetitivi

Il dibattito, come già accennato, ha preso le mosse negli Stati Uniti dove, specialmente in alcuni settori industriali, quasi tutte le imprese di maggiori dimensioni sono quotate e rappresentate nei principali indici nei quali investono i fondi ³⁴. Dunque, può avvenire che le principali imprese operanti in un certo mercato del prodotto e geografico siano caratterizzate dalla presenza preponderante, nel loro azionariato, dei medesimi soci (in particolare, ma non solo, i principali fondi a gestione passiva) che, in aggiunta, hanno incentivi, strategie e orizzonti temporali simili ³⁵.

Ebbene, la circostanza che questi fondi, se congiuntamente considerati, detengano partecipazioni che rappresentano una percentuale consistente o addirittura la maggioranza dei diritti di voto, comporterebbe, quantomeno in mercati oligopolistici, caratterizzati da barriere all'entrata, e con prodotti omogenei ³⁶, una *soft competition strategy* ³⁷, ovvero un allineamento delle politiche competitive delle società partecipate verso un equilibrio di quiet life (cioè caratterizzato da prezzi maggiori e quantità minori rispetto all'equilibrio concorrenziale). Ciò potrebbe avvenire tanto attraverso effetti unilaterali, quanto attraverso effetti coordinati ³⁸.

Prendendo le mosse da questi ultimi, essi potrebbero essere alimentati da una influenza diretta degli investitori finanziari i quali, attraverso propri rappresentanti nei consigli di amministrazione o nei consueti momenti di dialogo con le imprese partecipate, avrebbero la capacità di veicolare e scambiare informazioni sensibili sotto il profilo competitivo, tali da facilitare un equilibrio collusivo e da influenzare le strategie di lungo periodo delle imprese partecipate ³⁹. Sino

³⁴ Per quanto concerne gli Stati Uniti, questa situazione riguarda molti settori, quali le compagnie aeree, le banche, le imprese produttrici di bevande gasate, di cereali da colazione, di servizi di telefonia mobile, alluminio, ecc. V. sul punto E. POSNER-F. SCOTT MORTON-E.G. WEYL, *A Proposal*, cit., 669-728.

³⁵ L.A. BEBCHUK-S. HIRST, *Big Three Power & Why It Matters*, 102 *Bos. Un. L. Rev.*, 2022, 1504, p. 1565; D.A. CHAIM, *The Corporate Governance Cartel*, che può leggersi su ssrn.com; M. BACKUS-C. CONLON-M. SINKINSON, *Common Ownership*, cit., p. 273: «if their decision-making is an expression of investor interest, and powerful investors have stakes in competing firms, then one might not expect the firm to maximize solely their own profits, yielding oligopoly outcomes, but instead to also value the profit of their competitors when making strategic decisions».

³⁶ Cfr. M. PATEL, *Common Ownership, Institutional Investors, and antitrust*, in 82 *Antit. L. J.*, 2018, p. 307 ss., per l'esame delle piuttosto restrittive condizioni che devono congiuntamente valere sui mercati rilevanti affinché la common ownership possa determinare un effetto anticompetitivo significativo.

³⁷ E.B. ROCK-D.L. RUBINFELD, *Antitrust for Institutional Investors*, in 82 *Antit. L. J.*, 2018, p. 279.

³⁸ V. sotto questi profili J. AZAR-M. SCHMALZ-I. TECU, *Anticompetitive Effects*, cit., p. 1513 ss., nonché M. ANTON-F. EDERER-M. GINÉ-M.C. SCHMALZ, *Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives*, in 131 *J. Pol. Ec.*, 2023, pp. 1294-1355. J.J. HE-J. HUANG, *Product market competition in a world of cross ownership: evidence from institutional blockholdings*, in 30 *Rev. Fin. St.*, 2017, pp. 2674-2718, aggiungono che la common ownership faciliterebbe un maggiore ricorso a forme di collaborazione tra imprese concorrenti, quali la costituzione di imprese comuni, la formazione di alleanze strategiche, e concentrazioni tra i soggetti partecipati. Questo effetto ulteriore è stato contestato da J. LEWELLEN-M. LOWRY, *Does Common Ownership Really Increase Firm Coordination?*, in 78 *J. Fin. Ec.*, 2021, p. 322 ss., le quali notano come tale maggiore ricorso, rispetto alle società non caratterizzate da common ownership, sarebbe limitato ad un modestissimo 0,1 per cento.

³⁹ Cfr. M. HEMPHILL-M. KAHAN, *The Strategies of Anti-Competitive Common Ownership*, in 129 *Yale L.J.*, 2019, p. 1392 ss. e E.B. ROCK-D.L. RUBINFELD, *Common Ownership and Coordinated Effects*, in 83 *Antit. L. J.*, 2020, p. 201, i quali si soffermano sugli scenari nei quali la presenza di

a qui, peraltro, non vi sarebbe nulla di peculiare, nel senso che il diritto antitrust da sempre ha sanzionato intese, pratiche concordate e pratiche facilitanti avvenute per il tramite di scambi di informazioni diretti o indiretti⁴⁰. Si può solo aggiungere che, sul piano applicativo, negli Stati Uniti non sembravano fino ad epoca recente risultare indagini o decisioni che avessero effettivamente riscontrato questo genere di interferenze da parte degli intermediari finanziari⁴¹.

4.1. In particolare, gli effetti unilaterali

Più innovativa è la discussione sugli effetti unilaterali. Il punto di partenza è che, in presenza di *common ownership*, gli amministratori e il management di una impresa sarebbero incentivati a massimizzare non tanto il valore della impresa in cui operano, quanto piuttosto il valore totale di portafoglio degli investimenti dei loro azionisti, parametrato per la quota percentuale di capitale da essi detenuta⁴².

I meccanismi attraverso i quali le strategie del management si allineerebbero a quelle dei loro azionisti comuni, portando a massimizzare il valore di tutte le imprese operanti nel medesimo mercato rilevante comprese nell'indice, sono molteplici e, a dire la verità, non sempre tra loro coerenti⁴³. Non è dunque un

azionisti comuni potrebbe plausibilmente incrementare, in mercati concentrati, il rischio di effetti coordinati anche in assenza di intese esplicite.

⁴⁰ Si pensi alle c.d. intese 'hub and spoke', in cui la condivisione di informazioni strategiche avviene per il tramite di un terzo (solitamente una impresa che operi a monte o a valle), con il consenso anche implicito (o la mancata presa di distanza) delle imprese interessate. Cfr. L. GARROD-J.E. HARRINGTON Jr.-M. OLCZAK, *Hub-and-Spoke Cartels: Why They Form, How They Operate, and How to Prosecute Them*, MIT Press, Cambridge, 2021. Una accusa di questo genere era stata mossa pubblicamente dal Senatore Tom Cotton, nell'ambito di un intervento sul Washington Times del 27 febbraio 2023, dall'indicativo titolo *Busting the ESG Trust*. In tale intervento, il Senatore ha sostenuto che: «adding a new dimension to their criminality, climate action 100+ firms often communicate with multiple competing companies at the same time. This may constitute what is called a 'spoke and hub' conspiracy».

⁴¹ M.B. FOX-M. PATEL, *Common Ownership: Do Manager really Compete Less?*, in 39 *Yale J. Reg.*, 2022, 136-227, 212.

⁴² Cfr. F. EDERER-B. PELLEGRINO, *A Tale of Two Networks: Common Ownership and Product Market Rivalry*, ECGI Finance W.P. 953/2024, 2: «if firms make strategic decisions to maximize the profits accruing to their investors, common ownership can lead firms to (partially) internalize the effect of aggressive market decisions on their competitors' profits. This may induce firms to produce lower quantities or to charge higher prices, ultimately leading to deadweight and consumer surplus losses». Si vedano, inoltre, i vari contributi di José Azar: J. AZAR-M. SCHMALZ-I. TECU, *Anticompetitive Effects*, cit.; J. AZAR-M. SCHMALZ-I. TECU, *Research on the Competitive Consequences of Common Ownership: A Methodological Critique*, in 66 *Antit. Bull.*, 2021; J. AZAR-A. TZANAKI, *Common ownership and merger control enforcement*, in M. CORRADI-J. NOWAG, (a cura di), *Intersections*, cit., 243 ss., J. AZAR, X. VIVES, *Revisiting the Anticompetitive Effects of Common Ownership*, ECGI Finance Working Paper N° 827/2022. Secondo alcuni autori, questo effetto, che può essere plausibile quando gli investitori diversificano il loro portafoglio esclusivamente nell'ambito di uno specifico mercato, presta il fianco a una critica decisiva. Gli investitori, infatti, investono in tutte le imprese che sono rappresentate nell'indice, le quali di conseguenza operano in una pluralità di mercati e settori distinti. I manager dovrebbero pertanto tenere conto non solo degli effetti nello specifico mercato, ma degli effetti complessivi in tutti i mercati nei quali gli investitori hanno investito, che potrebbero situarsi a monte, a valle o in comparti del tutto slegati. Ciò potrebbe controbilanciare i già menzionati incentivi. Cfr. al riguardo E.B. ROCK-D.L. RUBINFELD, *Does common*, cit.

⁴³ Per una classificazione dei meccanismi M. HEMPHILL-M. KAHAN, *The Strategies*, cit., p. 1400 ss. Una approfondita rassegna della teoria e dei meccanismi di governance attraverso i quali la common ownership può determinare una variazione delle politiche di concorrenza delle imprese partecipate si trova in M.C. SCHMALZ, *Recent Studies on Common Ownership, Firm Behavior, and Market Outcomes*, in 66 *Antit. Bull.*, 2021, 12-38, e E. ELHAUGE, *The Causal Mechanisms of Horizontal Shareholding*, in 82 *Ohio St. L.J.*, 2021, 1 ss.

caso che, in proposito, si sia parlato di «conundrum of common ownership»⁴⁴.

In primo luogo, sono stati considerati i diritti di voto complessivamente detenuti dagli investitori finanziari, che potrebbero essere utilizzati non solo per selezionare e confermare i componenti del consiglio di amministrazione ma anche, quantomeno indirettamente, per assumere o indurre ad assumere strategie, politiche di remunerazione, e partecipazioni che siano consistenti con l'obiettivo (anticompetitivo) di massimizzare il valore complessivo del portafoglio piuttosto che il valore della singola impresa⁴⁵.

In secondo luogo, ma forse ancor più dell'arma del voto, rileverebbero i diritti di voce, attraverso vari canali di interazione, formale e informale, degli azionisti con il management. Il coinvolgimento dei maggiori investitori istituzionali, anche passivi, nelle discussioni su materie quali la governance e le strategie di lungo termine è ampiamente documentato in molteplici studi⁴⁶. Negli ultimi anni tale dialogo è avvenuto, in particolare, in relazione alle tematiche di sostenibilità, anche sulla base dell'esigenza di tenere conto delle preferenze sempre più marcate dei beneficiari⁴⁷, ed è stato facilitato dalla organizzazione e partecipazione

⁴⁴ Cfr. J.G. HILL, *The Conundrum of Common Ownership*, Law Working Paper 500/2000, per una discussione delle tre differenti narrative che spiegherebbero il rapporto causale tra common ownership ed equilibrio collusivo o di quiet life.

⁴⁵ J. HE-H. JIEKUN-Z. SHAN, *Internalizing Governance Externalities: The Role of Institutional Cross-Ownership*, in 134 *J. Fin. Ec.*, 2019, pp. 416-417. Si è osservato che ciò vale solo nel caso di forte omogeneità di interessi tra gli azionisti, ad esempio ove gli investitori passivi avessero la maggioranza dei diritti di voto (il che non è, o non è detto che sia: A. AMEL ZADEH-F. KASPERK-M.C. SCHMALZ, *Mavericks, Universal, and Common Owners – The Largest Shareholders of U.S. Public Firms*, Finance WP 838/2022, October 2022). Inoltre, si è affermato che gli investitori istituzionali raramente votano in dissenso rispetto alle raccomandazioni degli amministratori e non hanno alcuna voce diretta circa le strategie competitive dell'impresa, elaborate dal management e avallate dal consiglio di amministrazione. Di conseguenza, non sarebbe chiaro come gli investitori istituzionali potrebbero contare sulla circostanza che le imprese partecipate tengano conto che essi detengono partecipazioni in altre imprese concorrenti. Per questi rilievi v. OECD, *Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition* – Background Note by the Secretariat, 5-6 December 2017, DAF/COMP(2017)10, nonché K. GERARDI-M. LOWRY-C. SCHENONE, *A Critical review of the Common Ownership Literature*, ECGI WP. 943/2023, p. 13 ss. Sotto altro e più generale profilo, si è notato come raramente questi investitori utilizzino l'arma del voto nelle società partecipate per fare valere proprie istanze: v. G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners: Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in 55 *San Diego L. Rev.*, 2018, p. 803 (ma v. S. HSHIEH-J. LI-Y. TANG, *How do Passive Funds Act as Active Owners? Evidence from Mutual Fund Voting Records*, in 66 *J. Corp. Fin.* 2021, i quali sostengono peraltro che l'influenza avverrebbe in una fase precedente al voto, ossia quella della fissazione delle materie all'ordine del giorno). Infine, si è messo in dubbio che i gestori possano votare in modo unitario in nome e per conto dei (diversi) fondi amministrati, senza cioè tenere conto degli interessi espressi o impliciti di coloro che in tali fondi hanno investito il proprio patrimonio. A.J. BURNSIDE-A. KIDANE, *Common Ownership: an EU Perspective*, in 8 *J. Antit. Enf.*, 2020, 472-473.

⁴⁶ M. KAHAN-E.B. ROCK, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders Be Shareholders*, in 100 *Boston Un. L. Rev.*, 2020, p. 1797, sottolineano, per i fondi passivi, la motivazione reputazionale nei confronti della clientela. V., altresì, L. ENRIQUES-A. ROMANO, *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective*, ECGI Law WP 393/2018; A.Z. ROBERTSON, *Passive in Name Only: Delegated Management and "Index" Investing*, in 36 *Yale J. Reg.*, 2018, p. 795 ss. Questa posizione pare conforme con quanto dichiarato dagli stessi gestori di fondi passivi. Ad esempio, il presidente di Vanguard ha in passato sostenuto «some have mistakenly assumed that our predominantly passive management style suggests a passive attitude with respect to corporate governance. Nothing could be further from the truth». V. la lettera di F. William McNabb III, CEO e Presidente di Vanguard, agli amministratori delle imprese partecipate, 27 February 2015, in about.vanguard.com una discussione v., inoltre, K. CRAWFORD, *A new perspective*, cit., p. 350 ss.

⁴⁷ Aggiungono L. ENRIQUES-G. STRAMPELLI, *The Dialogue Between Corporations and Institutional Investors: An Introduction*, in ENRIQUES-STRAMPELLI, (a cura di), *Board-Shareholder Dialogue: Best Practices, Legal Constraints and Policy Options*, C.U.P., 2023: «this trend is set to

ad iniziative collettive. Nell'ambito degli incontri e delle iniziative comuni gli investitori istituzionali possono dunque veicolare le loro visioni e preferenze, ad esempio stigmatizzando condotte eccessivamente aggressive nei mercati del prodotto in quanto tali da potere minare la stabilità del settore e gli investimenti, oppure suggerendo una riduzione della produzione o del consumo di combustibili fossili, in linea con gli obiettivi di lotta al cambiamento climatico⁴⁸, o, ancora, spingendo le imprese più incerte o esitanti ad affrontare i costi della transizione verso obiettivi maggiormente sostenibili e dunque a seguire e allinearsi alle scelte già fatte dalle proprie concorrenti⁴⁹. Anche se molti autori dubitano che gli investitori istituzionali, e in particolare i fondi passivi, abbiano l'interesse e siano pienamente in grado di utilizzare la loro voce al fine di indurre il management ad adottare le politiche concorrenziali desiderate⁵⁰, è chiaro che si è qui di fronte a una prima *liason dangereux* tra investitori istituzionali, promozione di una agenda sostenibile, e condotte competitive delle imprese partecipate. Su questi aspetti si tornerà diffusamente nei prossimi paragrafi, alla luce del già richiamato antitrust complaint promosso dall'Attorney General del Texas nei confronti di Black Rock, Vanguard e State Street.

Riprendendo le fila del discorso, altri studi teorici sostengono che gli investitori finanziari non avrebbero la necessità di utilizzare il voto, né alcun canale di comunicazione, formale o informale, al fine di indurre il management ad adottare politiche volte a massimizzare i profitti dell'insieme delle imprese

increase as investment choices move into the hands of Millennials and GenZs, who are particularly attuned to such attitudes. Acceptance by this increasing segment of the clientele of lower financial return and, even more importantly, higher management fees, may prompt asset managers to invest more in engagement activities, as the possible corresponding increase in fees charged does not necessarily lead to a fund outflow».

⁴⁸ Si veda OECD, *Common Ownership*, cit., p. 24, ove a titolo esemplificativo si riporta un incontro avvenuto nel 2016 tra rappresentanti dei maggiori fondi americani e delle imprese farmaceutiche nel quale i primi avrebbero "incoraggiato" a mantenere il livello di prezzo esistente e fare fronte comune nei confronti dei consumatori e dei pubblici poteri. Anche la Commissione Europea ha ipotizzato un tale effetto nella decisione DuPont, affermando che «large shareholders have a privileged access to companies' management and can therefore share their views and have the opportunity to shape the companies management's incentives accordingly» (Commissione UE, 27 marzo 2017, M7932, *Dow/DuPont*, Annex 5, § 21).

⁴⁹ M. ROE, *Corporate Purpose and Corporate Competition*, in 99 *Wash. U. L. Rev.*, 2021, p. 255, ad avviso del quale se coloro che spingono per la sostenibilità o altri obiettivi politici «can press a code of conduct or a wider-than-shareholder-value perspective on the institutional investors owning a slice of each firm in the industry, those institutional investors can in turn pressure all their portfolio firms in an industry to comply».

⁵⁰ D.S. LUND, *The Case Against Shareholder Voting*, in 43 *J. Corp. L.*, 2017, p. 118 ss., sostiene che semmai il rischio di una massiccia presenza di fondi passivi nel capitale delle imprese è un livello subottimale di stewardship e monitoraggio delle imprese in portafoglio, che danneggerebbe sia gli investitori, sia la società nel suo complesso; E.B. ROCK-D. RUBINFELD, *Does common*, cit., p. 14, notano che l'arma della 'minaccia' di vendere azioni sul mercato non può essere utilizzata dai fondi passivi, perché ridurrebbe il loro rendimento rispetto all'indice replicato; inoltre, le decisioni circa il voto e la vendita dei pacchetti azionari sono assunte da organi diversi delle società di investimento. Per quanto concerne i fondi passivi, inoltre, se anche si potessero conseguire dei benefici, il costo delle condotte attiviste potrebbe risultare eccessivo rispetto alla necessità di offrire sul mercato prodotti con commissioni contenute; ancora, i fondi si troverebbero implicati in un tipico problema di azione collettiva, posto che gli investimenti in monitoraggio e engagement beneficerebbero i concorrenti che seguono il medesimo indice. Cfr. altresì R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in 113 *Colum. L. Rev.*, 2013, p. 863 ss., in part. p. 886; L.A. BEBCHUK-S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in 119, *Col. L. Rev.*, 2019, p. 2029 ss.; M. CORRADI-A. TZANAKI, *Active and Passive Institutional Investors and New Antitrust Challenges: Is EU Competition Law Ready?*, in 1 *Antitrust Chron.*, 2017, 1 ss. A.J. BURNSIDE-A. KIDANE, *Common Ownership*, cit., p. 478.

appartenenti al portafoglio finanziario detenuto dagli investitori stessi. Il management conosce infatti la composizione dell'azionariato della propria impresa e verosimilmente è più sensibile agli interessi dei soci che detengono i blocchi di azioni più rilevanti⁵¹. Di conseguenza, è probabile che le decisioni strategiche tengano conto dell'impatto che esse potrebbero avere sul valore del portafoglio finanziario dei propri principali azionisti. Anche se la minaccia di esercitare la 'voice' o la 'exit' non venga o non possa essere utilizzata, le dichiarazioni pubbliche degli investitori istituzionali sono in grado di colpire negativamente la reputazione del management e influenzare i comportamenti degli altri azionisti. Il management e in particolare gli amministratori esecutivi hanno pertanto un concreto incentivo a non assumere decisioni che potrebbero rivelarsi sgradite e pertanto condurre alla loro mancata rielezione⁵².

In questo ambito, alcuni meccanismi di governance sembrerebbero agevolare questa convergenza di interessi, a partire dalle politiche di remunerazione, che invece di essere legate alle performance della singola impresa, dipendono spesso dall'andamento del settore in cui opera l'impresa⁵³. Le stesse politiche ESG, di cui investitori e fondi si fanno promotori⁵⁴, se adottate da tutte le principali imprese del settore, incrementando la trasparenza su obiettivi di medio e lungo periodo e tendendo a uniformare le loro strategie industriali, potrebbero spingere le imprese a convergere verso politiche di quiet life e di collusione tacita⁵⁵. Artificiale trasparenza e almeno parziale uniformazione (o riduzione

⁵¹ Con l'ulteriore puntualizzazione che in qualche misura gli investitori finanziari passivi potrebbero essere considerati quali un unico investitore avendo interessi e modalità di condotta molto simili.

⁵² OECD, *Common Ownership*, cit., p. 25. V., inoltre, per altri possibili indiretti meccanismi che influenzerebbero il management, E. ELHAUGE, *Horizontal Ownership*, cit., p. 1270.

⁵³ Cfr. M.C. SCHMALZ, *How Passive Funds Prevent Competition*, che può leggersi in eriposner.com, anche per una serie di esempi tratti da una proxy fight relativa all'impresa Du Pont. Si vedano tuttavia le critiche di D.P. O'BRIEN-K. WAEHRER, *The competitive effects*, cit., e E.B. ROCK-D.L. RUBINFELD, *Common Ownership*, cit., anche in relazione alla metodologia utilizzata per dimostrare il legame tra horizontal ownership e meccanismi di remunerazione fondati sulla performance di settore. Alcuni autori hanno aggiunto che il dovere di fedeltà degli amministratori, nei confronti tanto dell'impresa, quanto dei soci, rappresenta un vincolo alle condotte che dovrebbero favorire un gruppo di azionisti rispetto agli altri. Peraltro, al di là della difficoltà di avviare, in queste circostanze, un'azione di responsabilità, il problema consiste nella corretta individuazione del c.d. controfattuale. È vero, infatti, che una politica di quiet life impedisce all'impresa di intraprendere politiche aggressive che, se coronate da successo, potrebbero determinare un aumento dei suoi profitti. Tuttavia, se ciascuna delle imprese dovesse comportarsi in modo competitivo, o comunque reagisse all'iniziale mossa aggressiva, i profitti scenderebbero, sia a livello di mercato, sia a livello di singola impresa.

⁵⁴ Basti leggere la lettera che l'amministratore delegato di BlackRock, L. Fynn, aveva indirizzato agli amministratori delegati delle società oggetto di investimento nel 2020, A fundamental Reshaping of finance (la si legga alla pagina corpgov.law.harvard.edu) nella quale tra l'altro si sosteneva che: «As we approach a period of significant capital reallocation, companies have a responsibility—and an economic imperative—to give shareholders a clear picture of their preparedness. And in the future, greater transparency on questions of sustainability will be a persistently important component of every company's ability to attract capital. It will help investors assess which companies are serving their stakeholders effectively, reshaping the flow of capital accordingly. But the goal cannot be transparency for transparency's sake. Disclosure should be a means to achieving a more sustainable and inclusive capitalism».

⁵⁵ A. PAWLICZEK-A.N. SKINNER-S.L.C. ZECHMAN, *Facilitating Tacit Collusion Through Voluntary Disclosure: Evidence from Common Ownership*, in 60 *J. Acc. Research*, 2022, p. 1651 ss. Ad avviso di M. CONDON, *Externalities and the Common Owner*, in 95 *Wash L. Rev.*, 2020, p. 1 ss.: «these commitments (seeking emissions reduction) affect product supply and imply market power much in the same way, and provide further evidence that institutional investors are able to influence managerial decision at the firm level for the benefit of their broader portfolio». Sul rapporto

dei gradi di libertà) delle strategie rappresentano un secondo snodo del rapporto tra sostenibilità e concorrenza, anch'esso dovuto alle pressioni dei grandi fondi.

Infine, ed in evidente contraddizione rispetto a quanto sinora illustrato, una parte della dottrina ritiene che sia proprio la condotta *passiva* di alcuni gestori di fondi ad alimentare le politiche di quiet life, in quanto essi non avrebbero alcun interesse a stimolare il management a comportarsi in modo aggressivo sui mercati. Rispetto ad un azionista industriale o ad un investitore attivo, i fondi passivi non ritraggono alcun beneficio nello spingere il management di una impresa ad assumere scelte rischiose, investire in nuovi mercati, sviluppare nuovi prodotti, o incrementare la capacità produttiva. Di conseguenza, il management potrebbe evitare di incorrere in questi rischi, a maggior ragione qualora non fosse remunerato sulla base dei risultati individuali conseguiti dall'impresa, puntando invece a politiche caratterizzate da elevata marginalità conseguita attraverso una riduzione del tenore concorrenziale ⁵⁶.

4.2. L'evidenza empirica

Sul piano empirico, molti lavori sostengono che negli Stati Uniti, laddove le imprese che sono caratterizzate da fenomeni di common ownership operino in mercati oligopolistici, prezzi e profitti sono cresciuti maggiormente rispetto a mercati in cui le imprese siano caratterizzate da assetti proprietari diversi ⁵⁷. Uno studio pubblicato recentemente, nel quale viene sviluppato un particolare modello di equilibrio generale dell'oligopolio, addirittura stima che gli effetti dovuti alla common ownership sarebbero rappresentati da una perdita netta di benessere pari ad oltre il 12% del surplus totale; posto che le imprese aumenterebbero i profitti in misura rilevante, tale contrazione di surplus sarebbe interamente subita dai consumatori. Le descritte conseguenze negative si sarebbero acuite nel corso degli anni, a motivo di un duplice e convergente fenomeno, ossia l'incremento del grado di concentrazione nell'ambito dell'industria dell'intermediazione finanziaria e il contemporaneo aumento delle partecipazioni complessivamente detenute dai gestori dei fondi (soprattutto passivi) nel capitale delle principali imprese quotate ⁵⁸.

Questa serie di risultati, secondo alcuni incontrovertibili ⁵⁹, è stata invero

tra disclosure e common ownership v. anche J.C. COFFEE JR., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, in *Col. Bus. L. Rev.*, 2021, in part. p. 630 ss.

⁵⁶ Cfr. M. ANTON-F. EDERER-M. GINÉ-M.C. SCHMALZ, *Common Ownership*, cit., pp. 1294-1355: la facilitazione della condotta anticompetitiva avverrebbe attraverso una 'lack of action', ossia evitando di spingere le partecipate a competere in modo aggressivo. Ciò avverrebbe poiché, rispetto ad altri azionisti, i *common owners* eserciterebbero una minore pressione sulle imprese al fine di adottare contratti fondati sugli incentivi. Strutture caratterizzate da un minor livello di incentivi condurrebbero a condotte meno efficienti da parte dei dirigenti aziendali, incrementando i costi e, di conseguenza, i prezzi dei prodotti o servizi.

⁵⁷ J. AZAR-M.C. SCHMALZ-I. TECU, *Anticompetitive effects*, cit., 1513; J. AZAR-S. RAINA-M.C. SCHMALZ, *Ultimate Ownership*, cit., p. 227; M. TORSHIZI-J. CLAPP, *Price Effects of Common Ownership in the Seed Sector*, in 66 *Antit. Bull.*, 2019, p. 1; M. BACKUS-C. CONLON-M. SINKINSON, *Common Ownership*, cit.; A. BANAL-ESTANOL-M. NEWHAM-J. SELDESLAUGHTS, *Common Ownership in the U.S. Pharmaceutical Industry: A Network Analysis*, in 66 *Antit. Bull.*, 2021, p. 68; J. XIE, *Horizontal Shareholdings and Paragraph IV Generic Entry in the U.S. Pharmaceutical Industry*, in 66 *Antit. Bull.*, 2021, p. 100; A. TZANAKI, L. ALEKSEEVA-J. AZAR, *Common Ownership in Fintech Markets*, George J. Stigler Center for the Study of the Economy & the State WP 329, SSRN: ssrn.com.

⁵⁸ F. EDERER-B. PELLEGRINO, *A tale*, cit., pp. 26-31.

⁵⁹ V. E. ELHAUGE, *The greatest anticompetitive*, cit., p. 1: «undisputed empirical studies confirm that horizontal shareholding poses a great anticompetitive threat».

contestata sotto un triplice profilo. In primo luogo, non mancano lavori che giungono a risultati diversi, ossia che non rilevano una correlazione robusta tra presenza di horizontal ownership e profitti più elevati rispetto alla media di altri settori non altrettanto pervasivamente caratterizzati dallo stesso fenomeno⁶⁰. Adirittura, alcuni studi recenti sembrano riscontrare invece una correlazione positiva tra common ownership, investimenti e innovazione, quantomeno in alcune configurazioni di mercato⁶¹.

In secondo luogo, la metodologia adottata è stata oggetto di accese critiche, posto che non sarebbe idonea a catturare in modo corretto l'impatto della *common ownership*⁶².

Infine, si è messa in dubbio l'esistenza stessa di un nesso di causalità tra i due eventi⁶³. Livello dei profitti e rapporto profitti-salari sarebbero aumentati non a motivo della horizontal ownership, bensì a causa di un insieme di altri fattori (un incremento complessivo del grado di concentrazione in molti settori e comparti industriali e, altresì, il sostanziale *laissez faire* che ha caratterizzato l'enforcement del diritto antitrust americano specialmente in materia di concentrazioni negli ultimi 20 anni)⁶⁴.

⁶⁰ Cfr. O. KINI-S. LEE-M. SHEN, *Common Institutional Ownership and Product Market Threats*, March 2023, ssrn.com; v. inoltre A. KOCH-M. PANAYIDES-S. THOMAS, *Common ownership in product markets*, in 139 *J. Fin. Ec.*, 2021, pp. 109-137: «we find that common ownership is neither robustly positively related with industry profitability or output prices nor is it robustly negatively related with measures of nonprice competition, as would be expected if common ownership reduces competition».

⁶¹ X. VIVES, *Common Ownership, Market Power, and Innovation*, in 70 *Int. J. Ind. Org.*, 2020; M. ANTON-F. EDERER-M. GINÉ, M. SCHMALZ, *Innovation: The Bright Side of Ownership?*, papers.ssrn.com.

⁶² Si vedano i rilievi critici di C.S. HEMPHILL-M. RAHON, *The Strategies of Anticompetitive Common Ownership*, in 129 *Yale L.J.*, 2020, p. 1392; E. GILJE-T.A. GOMLEY-D. LEVIT, *Who's Paying Attention? measuring Common Ownership and Its Impact on Managerial Incentives*, in 137 *J. Fin. Ec.*, 2020, pp. 152-178; M. PATEL, *Common Ownership*, cit., p. 294 ss.; K. GERARDI, M. LOWRY, C. SCHENONE, *A critical review*, cit., p. 10 ss., e le 'difese' di J. AZAR-M.C. SCHMALZ-I. TECU, *Research*, cit., pp. 113-122. Come è noto, molti lavori utilizzano l'indice di Herfindahl e Hirschmann modificato (MHHI). L'indice MHHI ipotizza che il controllo sia proporzionale alla partecipazione, ossia che un investitore eserciti una influenza sull'impresa partecipata in proporzione alla sua partecipazione. Se questo indice è valido nell'ipotesi di partecipazioni incrociate tra imprese concorrenti, molto più discutibile è la sua applicazione nel campo della common ownership. Ad avviso di D.P. O'BRIEN-K. WAEHRER, *The Competitive Effects*, cit., pp. 760-61, l'applicazione dello MHHI in relazione all'ipotesi di azionariato comune non ha alcun senso sia dal punto di vista teorico, sia dal punto di vista dell'analisi empirica. Per J. GRAMLICH-S. GRUNDL, *Testing the Competitive Effects of Common Ownership*, Finance and Economics Discussion Series 2017-029, Washington Board of Governors of the Fed. Res. System, 2017, pp. 2-4, il problema non sembra facilmente risolvibile, posto che gli studi empirici che finora hanno studiato il fenomeno appartengono a filoni teorici diversi e i metodi econometrici utilizzati hanno obiettivi diversi. Per compiere qualche progresso nell'individuazione di rapporti causali tra common ownership e condotta delle imprese partecipate «both the IO and finance fields need to become more tolerant and open-minded to appreciate the virtues of the methods and approaches used in the other field rather than focusing exclusively on the flaws and limitations of the other field's methods». Così M.C. SCHMALZ, *Recent Studies*, cit., p. 25.

⁶³ Ossia un problema di identificazione. Cfr. P. DENNIS-K. GERARDI-C. SCHENONE, *Common Ownership does not have anti-competitive effects of common ownership in the airline industry*, in 77 *J. Fin.*, 2022, pp. 2765-2798; J. LEWELLEN-M. LOWRY, *Does Common Ownership*, cit., p. 322 ss. e le contropreghiere di M.C. SCHMALZ, *Recent studies*, cit., pp. 29-34.

⁶⁴ Ulteriori critiche sono state espresse in relazione all'approccio unisetoriale dei contributi teorici principali, in base ai quali gli investitori avrebbero partecipazioni in tutte le principali imprese operanti in determinato mercato e quindi favorirebbero il raggiungimento di un equilibrio collusivo in tale mercato. Tuttavia, i fondi passivi investono in centinaia di imprese operanti in molti mercati, tra i quali potrebbero esservi mercati a monte, a valle o comunque connessi a quello che si vorrebbe 'monopolizzare'. In presenza di investimenti in una pluralità di mercati e settori,

4.3. I rimedi regolatori proposti e le recenti iniziative in materia di controllo delle concentrazioni tra imprese

Fin qui ci si è soffermati sulla plausibilità, sotto il profilo teorico, e la rilevanza, sotto quello empirico, degli effetti anticoncorrenziali dovuti alla horizontal ownership negli Stati Uniti. A ciò si deve aggiungere che un dibattito assai vivace ha riguardato i rimedi ‘quasi regolatori’ inizialmente proposti dalla dottrina per contenere tali effetti⁶⁵; rimedi volti a «dismember the octopus»⁶⁶, ma – da vari punti di vista – giudicati poco efficaci, non attuabili o addirittura controproducenti per il benessere del consumatore.

Si è ad esempio ipotizzato l'utilizzo di indici di concentrazione modificati al fine di tenere conto della possibile influenza dei fondi passivi. Nel caso in cui, in mercati oligopolistici, il contributo all'ulteriore aumento del grado di concentrazione derivante dall'acquisto della partecipazione fosse elevato, l'operazione dovrebbe essere di conseguenza vietata⁶⁷. Onde sfuggire al divieto, i fondi passivi potrebbero pertanto ridurre il grado di diversificazione, rinunciando ad acquisire partecipazioni di minoranza in imprese concorrenti, oppure assumere l'impegno di rinunciare ad esercitare il diritto di voto nelle imprese partecipate⁶⁸. Nel corso degli ultimi anni sono state inoltre avanzate proposte volte ad introdurre limiti di possesso azionario, fondati sul grado di concentrazione o sulla quota di mercato delle imprese partecipate. Questi limiti sono da alcuni autori indicati alla stregua di soglie massime di possesso azionario, mentre altri suggeriscono invece di individuare soglie *de minimis* o veri e propri *safe harbours*⁶⁹.

l'effetto di monopolizzazione in un mercato potrebbe influenzare negativamente i profitti nei mercati ad esso collegati. A ciò si è ribattuto che «even the large index funds stressed by this argument externalize the lion's share of anticompetitive effects onto buyers outside the index. Indeed, in the airline example favored by critics, the S&P 500 externalizes 95 percent of the anticompetitive effect outside of firms in the index» (così E. ELHAUGE, *The Greatest anticompetitive*, cit., 2). Vedi, per una discussione generale, K. GERARDI-M. LOWRY-C. SCHENONE, *A critical review*, cit., 8 ss., M. PATEL, *Common Ownership*, cit., pp. 313-314, A. ROMANO, *Horizontal shareholding and network theory*, in 38 *Yale J. Reg.*, 2021, pp. 363-411. Gli stessi autori che avevano inizialmente propugnato la tesi della anticompetitività della horizontal ownership, hanno modificato la loro posizione, riconoscendo che nel caso in cui vi siano legami inter-industry o tra settori diversi, l'effetto della common ownership è di ridurre, e non aumentare i prezzi. Cfr. J. AZAR-X. VIVES, *Revisiting the Anticompetitive Effects of Common Ownership*, Finance Working Paper N° 827/2022.

⁶⁵ Per un'illustrazione v. M.C. SCHMALZ, *Conceptual Breakthroughs on Common Ownership and Competition – A framework for Evaluating Policy*, in J. NOWAG, M. CORRADI (a cura di), *Intersections*, cit., 242 ss.

⁶⁶ L'espressione si deve a T. WILSON, *Common ownership – where do we stand?*, in Kluwer Competition Law Blog, April 15, 2019, [competitionlawblog.kluwercompetitionlaw.com](https://www.competitionlawblog.com).

⁶⁷ V. E. ELHAUGE, *The Greatest Anticompetitive*, cit. il quale si fonda sull'applicazione di un meccanismo fondato sull'indice MHHI. Il divieto si applicherebbe quando l'indice di concentrazione NHHI fosse almeno pari a 2.500 punti e la variazione dovuta all'acquisto della partecipazione fosse di almeno 200 punti.

⁶⁸ La proposta è stata criticata sotto molteplici profili, vista l'incertezza suscitata dall'applicazione di un indice di concentrazione, per sua natura variabile al mutare delle condizioni sul mercato, non solo per l'acquisto ma anche per la detenzione di partecipazioni. Inoltre, i fondi non potrebbero investire in mercati concentrati, ma al fine di valutare tale eventualità andrebbero di volta in volta definiti i vari mercati in cui operano le imprese partecipate, e questo esercizio definitivo spetta alle autorità antitrust, che quindi andrebbero coinvolte in via preventiva. Infine, si è notato che questa proposta sarebbe idonea a ridurre la diversificazione da parte del singolo fondo passivo, ma non sarebbe in grado di ridurre la possibile influenza di un insieme di fondi passivi che dovessero investire sulle stesse imprese.

⁶⁹ E.B. ROCK-D. RUBINFELD, *Does Common*, cit., prevedono un safe harbour al di sotto di una soglia massima pari al 15% del capitale per ciascuna impresa partecipata, a condizione che il

Tutte le proposte menzionate sono state oggetto di critica poiché volte a ridurre un fenomeno i cui contorni anticompetitivi sono alquanto poco chiari e per i quali l'evidenza empirica è insoddisfacente, ma anche per la loro eccessiva complessità, per i costi di enforcement e compliance ⁷⁰, per l'incertezza applicativa ⁷¹, nonché perché in generale tenderebbero a comprimere i diritti (in particolare quelli di voto) di soggetti che invece, per altri motivi vengono sollecitati ad un ruolo più attivo nelle società partecipate ⁷². In aggiunta, si è osservato come questi rimedi, volti di fatto a smantellare il fenomeno della *horizontal ownership*, dovrebbero essere valutati con particolare cautela perché potrebbero mettere a rischio i vantaggi di efficienza connessi a questo sistema di raccolta e investimento della ricchezza ⁷³, nonché il ruolo che tali investitori hanno assunto nel promuovere gli obiettivi di sostenibilità ⁷⁴.

Anche sulla scorta delle critiche mosse alle proposte ora menzionate è prevalso un approccio più in linea con i tradizionali strumenti di enforcement, teso a controllare una ulteriore espansione del fenomeno della *horizontal ownership*, piuttosto che a determinare una sua riduzione attraverso indici o soglie che mal si adatterebbero alla continua evoluzione dei mercati. Ci si riferisce, in particolare, alle nuove – e assai rigorose – linee guida statunitensi in materia di concentrazioni, approvate dall'Antitrust Division e dalla Federal Trade Commission

fondo rinunci a nominare membri del consiglio di amministrazione e adotti politiche di engagement conservative e tali da non influenzare le strategie competitive dell'impresa; D.P. O'BRIEN-K. WAEHRER, *The Competitive effects*, cit., suggeriscono un 'porto franco' che si fonda sul grado di concentrazione modificato.; E. POSNER-F. SCOTT MORTON-E.G. WEYL, *A proposal*, cit., propongono che gli investitori istituzionali non possano detenere contemporaneamente partecipazioni in società che operano nel medesimo mercato oligopolistico (da determinarsi annualmente da parte delle autorità antitrust) se la partecipazione nelle imprese superi complessivamente il valore dell'1 per cento del mercato considerato. Alla regola non sarebbero però sottoposti i fondi puramente passivi.

⁷⁰ M.B. FOX-M. PATEL, *Common Ownership*, cit., pp. 212-215.

⁷¹ V. per tutti K. GERARDI-M. LOWRY-C. SCHENONE, *A critical review*, cit.

⁷² Cfr., in particolare, A.J. BURNSIDE-A. KIDANE, *Common Ownership*, cit., p. 481 ss., per una sintesi delle varie critiche.

⁷³ J.B. BAKER, *Overlapping Financial Investor Ownership, Market Power, and Antitrust Enforcement: My Qualified Agreement with Professor Elhauge*, in 129 *Harv. L. Rev.*, 2016, pp. 227-231 e M. PATEL, *Common Ownership*, cit., pp. 323-324, il quale annovera tra le efficienze anche i vantaggi in termini di riduzione del costo degli investimenti, oltre che di maggiore liquidità dei mercati. Il problema, tuttavia, è che anche nel diritto antitrust americano si possono considerare le efficienze solo se esse si realizzino nel medesimo mercato del prodotto e geografico in cui si valutano gli effetti anticompetitivi di una data operazione.

⁷⁴ Si v. M. CORRADI, *Common Ownership by Investment Management Corporations and EU Policies – Please, Play Puzzles and Not Mikado!*, in M. CORRADI-J. NOWAG (a cura di), *Intersections*, cit., p. 279 ss., il quale nota che occorrerebbe provare che «a shift in corporate ownership structure can effectively improve competition ceteris paribus (i.e. despite highly concentrated product markets and despite a rather unpromising promotion of stewardship). On top of that, given the massive presence of the biggest investment corporation worldwide, dismantling of parallel holdings and the entry of new foreign investors may trigger a series of geopolitical consequences among the three main areas of economic influence in the world (i.e. the US, Europe, and China) whose long-term effects may be hard to predict». Inoltre, se è vero che i fondi indicizzati sono più efficaci nel trasmettere valori ESG e che questi valori sono anche consumer-friendly o comunque da considerarsi tali da parte delle autorità antitrust, allora ridurre il peso della *horizontal ownership* potrebbe avere ripercussioni negative anche sotto il profilo del surplus del consumatore (latamente inteso). V. T.A. LAMBERT-M.E. SYKUTA, *The Case for Doing Nothing About Institutional Investors' Common Ownership of Small Stakes in Competing Firms*, in 13 *Va L. & Bus. Rev.*, 2019, p. 213. Peraltro, non mancano lavori teorici che contraddicono questa tesi: v. K. HIROSE-T. MATSUMURA, *Green Transformation in Oligopoly Markets under Common Ownership*, MPRA Paper no 115224, November 2022.

nel dicembre 2023, dopo un lunghissimo processo di revisione e discussione ⁷⁵. Il documento dedica la *Guideline 11* ad alcuni fenomeni che non implicano l'acquisto del controllo, quali l'acquisto di partecipazioni incrociate, di partecipazioni di minoranza e, per quanto qui più di interesse, la *common ownership*. In particolare, le agenzie antitrust statunitensi ritengono che il fenomeno della *common ownership* possa ridurre la concorrenza affievolendo gli incentivi a competere, anche in assenza di qualsiasi esplicito intento anticompetitivo. A questo riguardo, le guidelines indicano diversi possibili effetti anticompetitivi ed in primo luogo si riferiscono alla possibilità che l'impresa che ha acquisito una partecipazione azionaria influenzi, attraverso il voto o specifici diritti di governance, le scelte strategiche dell'impresa target che hanno un impatto sulle sue politiche competitive. Per quanto riguarda gli ulteriori effetti, essi sono descritti in generale, ma sembrano valere soprattutto in caso di acquisto di partecipazioni di minoranza in imprese concorrenti. L'ultima parte della *Guideline 11* si riferisce a possibili effetti coordinati, dovuti al flusso verticale o alla circolazione di informazione strategica.

In sintesi, seppure in modo parziale i nuovi orientamenti in materia di concentrazioni prendono in considerazione il fenomeno della *common ownership*, rendendo possibile un suo esame preventivo ⁷⁶ nell'ambito del controllo delle concentrazioni; ciò che più rileva è che sembra superata la clausola della *solely for investment exemption* che finora sembrava agire da schermo alla valutazione delle acquisizioni di minoranza che avessero superato le soglie, in valore, specificate dallo Hart Scott Rodino Act ⁷⁷.

Sempre nell'ambito degli strumenti di enforcement tradizionali rimane poi la strada di interpretare l'eventuale coordinamento tra azionisti nel perseguire determinati obiettivi (di sostenibilità) quale una forma di concertazione che, nel caso in cui sia atta ad influenzare negativamente le strategie competitive delle imprese partecipate, potrebbe ritenersi contraria alla Section 1 dello Sherman Act.

5. Iniziative ESG e concorrenza. Un problema (anche) politico?

Prima di entrare nel merito del complaint presentato dall'Attorney General del Texas è opportuno tracciare, seppur brevemente, un quadro delle principali indagini avviate negli Stati Uniti in materia di possibili effetti anticoncorrenziali legati al perseguimento, da parte di asset manager e altri investitori finanziari,

⁷⁵ Le nuove Merger Guidelines sono state diffuse dalla FTC e dall'Antitrust Division in data 18 dicembre 2023. Cfr. www.justice.gov.

⁷⁶ A ben vedere non solo preventivo, poiché la comune partecipazione al capitale di più imprese potrebbe essere considerata inizialmente non rilevante, ma divenire successivamente suscettibile di esame qualora avvenga una modifica della composizione dell'azionariato o della governance dell'impresa.

⁷⁷ In questo senso, è stato accolto l'auspicio di quegli studiosi secondo i quali «the historical and economic analyses further suggest that merger control needs to recalibrate its jurisdictional scope and embrace a 'structural' approach, combined with 'case-by-case', fact-specific analysis, also for shareholdings falling below legal thresholds of control. This reorientation would not only fill enforcement gaps and capture new theories of harm relating to common shareholding but also reconnect merger control to its corporate law origins in a way that holistically addresses agency costs and market power concerns linked to such shareholding». Così A. TZANAKI, *Common Ownership*, cit., p. 288.

di obiettivi legati alla sostenibilità e alle politiche ESG; un quadro, come si è già accennato, particolarmente influenzato dalla politica e in particolare dalla crociata degli esponenti repubblicani nei confronti del *woke capitalism* ⁷⁸.

Il punto di partenza è che il diritto antitrust statunitense, diversamente da quello europeo, non sembra consentire alcuna ponderazione esplicita tra l'obiettivo antitrust e quello di sostenibilità, non tenendo pertanto conto dei c.d. benefici collettivi derivanti dalla lotta al cambiamento climatico ⁷⁹. Nella misura in cui l'adesione a programmi o associazioni che promuovono la sostenibilità sfoci in una concertazione o nella imposizione di determinate politiche commerciali, sotto forma di limiti alla produzione, riduzione dell'utilizzo di determinate materie prime, scambi di informazioni sensibili o altre condotte in grado di influire negativamente sui prezzi, tale adesione deve dunque ritenersi vietata dalla normativa antitrust federale, e specialmente dalla Section 1 dello Sherman Act. In questo senso, già nel settembre 2019 la Divisione Antitrust del Dipartimento di Giustizia aveva avviato un'istruttoria per verificare se le case automobilistiche che avevano concordato con lo Stato della California standard di emissioni più stringenti rispetto a quelli previsti dal governo federale violassero le leggi antitrust ⁸⁰. In una intervista, l'allora Assistant Attorney General, Mehan Delrahim, riferendosi a questa iniziativa aveva dichiarato che: «indeed, in multiple instances, the Supreme Court has struck down collective efforts by engineers to enhance “public safety” as well as a collective effort by criminal defense lawyers with the goal of improving quality of representation for ‘indigent criminal defendants.’ Even laudable ends do not justify collusive means in our chosen system of laws» ⁸¹. Tuttavia, non avendo trovato alcuna prova di una collusione

⁷⁸ Si noti che vi sono state ulteriori linee di attacco nei confronti delle politiche ESG e di contrasto al cambiamento climatico. Talune indagini hanno ad es. riguardato presunte violazioni di norme statali e federali in materia di doveri fiduciari e tutela del consumatore a causa di asserite dichiarazioni ingannevoli da parte degli asset manager circa il loro impegno a tutela dell'ambiente. Così, il 17 gennaio 2025 l'Attorney general del Tennessee, Jonathan Skrmetti, ha chiuso con impegni un'azione avviata nel 2023, nella quale BlackRock veniva accusata di avere esagerato i possibili benefici derivanti dalla lotta al cambiamento climatico e di avere inoltre gestito le partecipazioni in ottica di sostenibilità di lungo termine anche in relazione a fondi che non si ispiravano a questa filosofia di investimento. BlackRock si è dunque dovuta tra l'altro impegnare a una maggiore trasparenza sulle pratiche di voto per delega, garantendo agli investitori più chiare spiegazioni delle motivazioni sottostanti alle politiche di voto e soprattutto, per i fondi che non hanno obiettivi di investimento che vadano oltre la performance finanziaria, a votare con l'unico scopo di favorire gli interessi finanziari degli investitori. Cfr. *Attorney General Jonathan Skrmetti Announces Landmark Settlement with BlackRock, Inc. Regarding ESG Practices*, del 17 gennaio 2025, che si legge alla pagina: www.tn.gov. Peraltro, già nel 2022 il Comptroller del Texas, Glenn Hegar, aveva affermato che: «the environmental, social and corporate governance (ESG) movement has produced an opaque and perverse system in which some financial companies no longer make decisions in the best interest of their shareholders or their clients, but instead use their financial clout to push a social and political agenda shrouded in secrecy». Cfr. il Press Release, Tex. Comptroller of Pub. Accts, *Comptroller Glen Hegar Announces List of Financial Companies that Boycott Energy Companies* (Aug. 24, 2022) che può leggersi alla pagina: comptroller.texas.gov.

⁷⁹ Su questa ponderazione v. M. GASPARINI-K. HAANAES-E. TEDARD-P. TUFANO, *The Case for Climate Alliances*, in 22 *Stanford Social Inn. Rev.*, 2024, p. 48 ss, i numerosi contributi pubblicati in J. NOWAG (a cura di), *Research Handbook on Sustainability and Competition Law*, Edward Elgar, 2024, p. 337 ss., nonché – con riferimento agli scambi di informazione nel diritto della concorrenza europeo – G. SCHNEIDER, *ESG Data and EU Competition Enforcement: From ‘Green’ to ‘Digital’ Antitrust in Sustainable Markets*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2025.

⁸⁰ M. HUFFMAN-J. PARKE, *Sustainability and antitrust – what to expect from the US*, in J. NOWAG (a cura di), *Research Handbook*, cit., pp. 535-553.

⁸¹ *USA Today*, M. Delrahim, “DOJ Antitrust Division: Popular ends should not justify anti-competitive collusion” (Sept. 12, 2019).

tra le parti, il Dipartimento di Giustizia aveva in seguito chiuso la sua indagine ⁸².

Ciò posto, molteplici sono state le indagini avviate e le inchieste condotte nei confronti di imprese finanziarie ree di avere abbracciato con eccessivo entusiasmo la lotta contro il cambiamento climatico e, secondo le accuse, di avere di conseguenza concertato le condotte in modo tale da indurre le imprese partecipate a ridurre le emissioni e la produzione di Co2.

In questo ambito, un ruolo di primo piano è stato giocato dalle azioni avviate da Attorney General rappresentanti di stati governati da esponenti repubblicani, tra l'altro e forse non a caso anche tra i maggiori produttori di combustibili fossili.

Nell'agosto 2022, in una lettera inviata all'amministratore delegato di BlackRock da parte di 19 Attorney General veniva così ipotizzato che l'eccessivo 'impegno' dei fondi gestiti dal suo gruppo nei confronti dei valori ESG non solo colpisse al cuore l'economia americana, danneggiando la produzione nazionale di energia, ma risultasse contrario ai principi di tutela della concorrenza. Gli Attorney General sostenevano che la condotta, coordinata tra BlackRock e altri investitori finanziari, volta a imporre obiettivi di emissioni *net-zero*, potesse considerarsi alla stregua di un boicottaggio collettivo, un *refusal to deal* o comunque una violazione della disciplina sulle intese stabilita dalla Section 1, dello Sherman Act ^{83 84}.

Ancora, nel marzo 2023, un vasto gruppo di Attorney General statali ha inviato una ulteriore lettera ad alcuni dei maggiori gestori patrimoniali degli Stati Uniti, esprimendo preoccupazione per l'adesione da parte dei gestori ad iniziative ESG, tra cui Climate Action 100+ e altre simili coalizioni legate al cambiamento climatico ⁸⁵. La lettera spiegava che gli impegni dei consigli di amministrazione per ridurre le emissioni di gas serra possono equivalere ad accordi orizzontali che limitano e danneggiano "irragionevolmente" la concorrenza ⁸⁶.

⁸² Per un resoconto v. C. DAVENPORT, *Justice Department Drops Antitrust Probe Against Automakers That Sided With California on Emissions*, New York Times, February 7, 2020, www.nytimes.com.

⁸³ Nella lettera, inviata il 4 agosto 2022, Gli Attorney General sostengono che: «BlackRock's coordinated conduct with other financial institutions to impose net-zero also raises antitrust concerns. Group boycotts, restraining trade, or concerted refusals to deal, clearly run afoul of Section 1 of the Sherman Act»: v. www.texasattorneygeneral.gov.

⁸⁴ Altrettante iniziative in difesa delle coalizioni pro ESG e sostenibilità sono state assunte da Attorney General di Stati governati da esponenti democratici. Cfr. la lettera del 21 novembre 2022 che l'Attorney General del District of Columbia, Karl Racine, unitamente ad altri 16 procuratori statali, ha indirizzato ai presidenti di alcune commissioni del Senato, nella quale si sostiene che: «the Alliance's commitment page simply makes a broad recommendation that each manager can elect to follow (or not) consistent with their clients' preferences. Certainly, the existence of the commitment page does not limit choice for the investors who utilize the services of investment managers. Antitrust law protects competition to provide meaningful choice. States such as those that signed the August 4 letter have other choices if they prefer to take their business elsewhere». Cfr. oag.dc.gov.

⁸⁵ La lettera del 30 marzo 2023, sottoscritta da 21 Attorney General repubblicani, è pubblicata alla pagina ago.mo.gov.

⁸⁶ In particolare, si legge che: «we also have concerns that horizontal agreements related to voting and engagement through organizations such as Climate Action 100+ and NZAM unreasonably restrain and harm competition. As noted above, NZAM members commit to '[i]mplement a stewardship and engagement strategy, with a clear escalation and voting policy, that is consistent with our ambition for all assets under management to achieve net zero emissions by 2050 or sooner.' An agreement to limit the types of asset stewardship services offered by asset managers across 'all assets under management' will have adverse effects on competition. And there appear to be less restrictive means that accomplish most of the goals related to disclosure while also providing significantly less exclusion of competition in asset-manager services offered in our states».

Inoltre, gli estensori della missiva ipotizzavano che i gestori potrebbero essere coinvolti in boicottaggi di gruppo, rifiutandosi di contrarre con entità che non supportano le iniziative ESG. Ad esempio, gli autori contestavano ad As You Sow, una associazione no-profit il cui scopo è di stimolare gli azionisti ad utilizzare il loro potere per promuovere i valori ESG, il fatto di «pushing three companies to stop using Vanguard as the default plan for their employee 401(k) accounts, claiming that Vanguard funds ‘invest significantly in fossil fuel companies’». In questo contesto, la stessa circostanza in cui «Asset managers voting for the exclusion of one of their competitors» avrebbe dovuto suscitare un campanello d’allarme sotto il profilo antitrust.

L’attacco da parte degli Attorney general statali nei confronti dell’industria dell’asset management ha rappresentato peraltro solo uno dei campi in cui si è giocata la battaglia nei confronti delle grandi coalizioni pro-sostenibilità. Analoghe iniziative sono state infatti intraprese nei confronti delle banche e delle imprese assicurative che aderivano alle varie sezioni della Glasgow Financial Alliance for Net Zero, con il chiaro intento di condurre al loro scioglimento e, più in generale, di modificare le strategie e gli obiettivi delle imprese finanziarie ⁸⁷.

Infine, su un fronte ancor più “politico” devono essere segnalate le molteplici iniziative condotte dallo House of Judiciary Committee della House of Representatives, che, come è noto, è stato negli ultimi anni a guida repubblicana. Le indagini e le numerose richieste di informazioni avanzate dalla maggioranza hanno contribuito, soprattutto dopo l’esito delle elezioni del novembre 2024, a sgretolare alcune delle alleanze tra imprese finanziarie.

È questo il caso dell’azione recentemente sfociata nel Report significativamente intitolato “Sustainability shakedown: how a climate cartel of money managers colluded to take over the board of America’s largest energy company” ⁸⁸. Nel Report la Commissione sottolinea di avere investigato sulla

⁸⁷ Ad esempio, nel maggio 2023, un ulteriore gruppo di Attorney general statali aveva inviato una “lettera” al fine di ottenere delucidazioni e documenti alle imprese che aderiscono alla Net-Zero Insurance Alliance (NZIA), una delle associazioni di categoria parte della Glasgow Financial Alliance for Net Zero il cui scopo dichiarato era quello di spingere e agevolare il settore delle imprese assicurative a passare a un’economia a basse emissioni di carbonio (Cfr. il comunicato stampa dell’Attorney General dello Utah, *AG Reyes Asks Insurance Group to Disclose ESG Commitments*, May 16, 2023, attorneygeneral.utah.gov). Non diversamente da precedenti interventi, nella lettera si esprimeva preoccupazione per il fatto che la partecipazione a iniziative ESG sembrava assumere i caratteri di una condotta collusiva in violazione delle leggi antitrust federali e statali. Infatti, secondo gli estensori, il protocollo NZIA non si limitava ad enunciare principi ideali, ma imponeva agli aderenti di impegnarsi in azioni concrete tali da influire sulle condotte di mercato delle imprese assicurate, in violazione dalla Section 1 dello Sherman Act. È interessante notare che, a seguito di questo ennesimo intervento, molte delle imprese assicuratrici che operano anche negli Stati Uniti hanno deciso di recedere dall’alleanza che infine si è sciolta per ricostituirsi sotto altro nome (Forum for Insurance Transition to Net Zero – FIT) e con regole di adesione e condotta assai meno stringenti.

⁸⁸ Lo House of Representatives Judiciary Committee, *Interim Staff Report of the Committee on the Judiciary U.S. House of Representatives*, è stato diffuso il 13 dicembre 2024, judiciary.house.gov, e fa seguito ad un altro rapporto pubblicato nel giugno 2024. Questo primo interim report, che accusava organizzazioni quali Climate Action 100+ di avere dichiarato guerra alla ‘American way of life’, si focalizzava su accuse di boicottaggio. Queste accuse non sembrano tuttavia avere trovato alcun fondamento giuridico, determinando un supplemento di indagine e sollevando l’interrogativo sulla eventuale necessità di una riforma delle norme antitrust applicabili. L’opposizione democratica, a sua volta, ha diffuso un proprio Report dal titolo piuttosto indicativo: ‘*Unsustainable and Unoriginal: How the Republican Borrowed a Bogus Antitrust Theory to Protect Big Oil*’. In questo rapporto vi è una analisi antitrust assai approfondita la quale sottolinea la natura volontaria delle iniziative ESG, che rispondono alla domanda degli investitori di una maggiore trasparenza su questi temi e non rappresentano uno schema concertato per raggiungere obiettivi

adeguatezza delle norme antitrust americane alla luce dei sempre più stringenti intrecci e accordi tra *left-wing environmental activists* e grandi imprese finanziarie, tesi a imporre obiettivi ESG alle imprese americane. In questo ambito «a ‘climate cartel’ of financial institutions—from the ‘Big 3’ asset managers to ‘blue-state’ public pensions to the proxy advisor duopoly—collude to pressure American businesses to commit to ‘net zero’ and scale down disfavored production. Through climate coalitions—including the Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ), the Net Zero Asset Managers initiative (NZAM), Ceres, and Climate Action 100+ – investors form coordinated pressure campaigns to target U.S. companies and demand that they disclose, reduce, and enforce “net-zero” climate commitments. When companies refuse to surrender and comply, the climate cartel colludes to fire company board members and replace them with climate cartel-aligned members»⁸⁹.

Sulla scorta delle indicazioni contenute nel Report, il presidente del Judiciary Committee, verso fine dicembre 2024, ha dunque scritto agli amministratori delegati dei principali asset management statunitensi, tra cui BlackRock, sostenendo di avere raccolto sufficienti prove circa la condotta collusiva dei principali asset manager, unitamente alle associazioni ambientaliste nell’ambito delle principali coalizioni di contrasto al cambiamento climatico. Il Comitato formulava pertanto una serie di richieste di informazioni sulle loro politiche di voto ed engagement e su come esse fossero state modificate o alterate dalla partecipazione in NZAM⁹⁰. La lettera si concludeva intimando alle parti di fornire documenti e informazioni circa la partecipazione alle coalizioni pro ESG entro il 10 gennaio 2025.

In risposta alla crescente e convergente pressione politica e alle varie iniziative in corso da parte degli Attorney general statali, oltre che del Judiciary Committee, proprio il 10 gennaio 2025 la stessa BlackRock ha annunciato ai propri clienti che avrebbe cessato la sua partecipazione in NZAM⁹¹; pochi giorni dopo

anticoncorrenziali. In estrema sintesi, si sostiene che queste collaborazioni sono sensibili dal punto di vista commerciale, in quanto incrementano l’efficienza di mercato e dovrebbero pertanto essere soggette ad una rule of reason e non invece a divieti per sé, posto che non intendono aumentare i prezzi né escludere concorrenti.

⁸⁹ Il rapporto si focalizza in particolare sulle pressioni esercitate nei confronti di ExxonMobil, le quali avrebbero condotto alla sostituzione di tre membri del consiglio di amministrazione e all’adozione di impegni di progressiva riduzione delle emissioni. Per un commento assai critico del Majority Report, che non considera la *rule of reason* e gli effetti positivi derivanti dalla lotta al cambiamento climatico, e che appare *intended to intimidate rather than enlighten*, v. M. DOLMANS-W. LIN-C.E. LIN, *Sustainable Antitrust*, cit., p. 8 ss.

⁹⁰ La lettera formulava quattro principali quesiti. In primo luogo, «How has BlackRock, Inc.’s membership in GFANZ and NZAM altered its ‘stewardship and engagement strategy’ with its portfolio companies, including, but not limited to, updates or other changes to its ‘stewardship and engagement strategy’ with its portfolio companies after joining GFANZ and NZAM?». In secondo luogo, «How has BlackRock, Inc.’s membership in GFANZ and NZAM altered its “escalation and voting policy” with its portfolio companies, including, but not limited to, updates or other changes to its “escalation and voting policy” with its portfolio companies after joining GFANZ and NZAM?». In terzo luogo, «how are BlackRock, Inc.’s ‘engagement strategy’ and ‘escalation and voting policy’ consistent with ‘achieving net zero emissions by 2050 or sooner’ for ‘all assets under management’?». Infine, «What specific actions has BlackRock, Inc. taken to ‘[p]rioritiz[e] the achievement of real economy emissions reductions within the sectors’?».

⁹¹ Stralci della lettera con cui BlackRock ha annunciato l’uscita da NZAM sono pubblicati nell’articolo di Bloomberg 9 gennaio 2025, *BlackRock Leaves Major Climate Group Amid Wall Street Exodus*, a firma di S. Brush, S. Kishan, A. Marsh, www.bloomberg.com. Secondo quanto riportato, BlackRock avrebbe affermato che l’appartenenza alla coalizione avrebbe causato «confusion regarding BlackRock’s practices and subjected us to legal inquiries from various public officials», ma che «Our participation in NZAM didn’t impact the way we managed client

la stessa coalizione ha comunicato di sospendere la sua attività di monitoraggio e reporting nei confronti degli associati ⁹².

L'uscita di BlackRock e di molti altri asset manager dal progetto NZAM, che segue di un paio di anni l'abbandono di Climate Action 100+, sembrava poter in qualche misura "placare la sete" dell'Attorney general del Texas e degli altri procuratori che avevano intentato l'azione nei confronti dei principali asset manager statunitensi, anche se ciò non è sembrato trasparire dalle ulteriori azioni intraprese nelle settimane immediatamente successive ⁹³. Il complaint rimane comunque di estremo interesse sotto il profilo della ricostruzione del legame tra *common ownership*, sostenibilità e condotte concorrenziali e, di conseguenza, della violazione delle norme in materia di concentrazioni. Infatti, l'azione è volta a chiedere alla Corte dell'Eastern District del Texas, oltre al risarcimento dei danni e a misure per ripristinare condizioni di concorrenza efficace nel mercato dell'estrazione del carbone, di dichiarare che l'acquisto delle partecipazioni da parte delle Big Three rappresenta una violazione della Section 7 del Clayton Act. Inoltre, e di conseguenza, nel *complaint* si suggerisce alla Corte di imporre ogni rimedio necessario – quale la cessione di pacchetti azionari – volto a «restrain Defendants from using the stock they have acquired in the Coal Companies by the voting or granting of proxies or otherwise to restrain output and limit competition in the relevant markets identified above». Ed è su questi aspetti che ci si concentrerà nel prossimo paragrafo.

6. Common ownership, sostenibilità e concorrenza nel complaint dell'Attorney General del Texas

Il *complaint* dell'Attorney general del Texas denuncia sotto vari profili la condotta delle Big Three, con particolare riferimento al mercato del carbone. Nell'atto si sostiene che: «(n)egli ultimi quattro anni, i produttori di carbone americani hanno reagito non a segnali di prezzo del libero mercato, ma ai comandi

portfolios. Therefore, our departure doesn't change the way we develop products and solutions for clients or how we manage their portfolios».

⁹² Si veda il comunicato del 13 gennaio 2025, *Update from the Net Zero Asset Managers initiative*, che si legge alla pagina www.netzeroassetmanagers.org. NZAM spiega che: «Recent developments in the U.S. and different regulatory and client expectations in investors' respective jurisdictions have led to NZAM launching a review of the initiative to ensure NZAM remains fit for purpose in the new global context. Signatories will be consulted throughout the review process and informed of any updates in a timely and transparent fashion».

⁹³ L'Attorney General del Texas, unitamente ad altri procuratori statali, solo due settimane dopo l'uscita di BlackRock da NZAM hanno scritto nuovamente a BlackRock e una serie di banche notando che: «in the past year, some of you have either fully or partially withdrawn from CA100+, all of you have withdrawn from NZBA, and BlackRock has left NZAM. Following BlackRock's departure, NZAM has suspended its activities. We applaud you for terminating your relationships with these organizations. However, we still want answers to the attached questions with regard to the decisions you had made while you were members of CA100+, NZBA, and/or NZAM. Moreover, some of you are still associated with net-zero groups, through CA100+ or as Principles for Responsible Banking signatories. Some of you have made public statements of continued, independent commitment to the net-zero agenda. These actions raise serious concerns as to whether your exodus is an optics-only effort». Su questa base, ha richiesto una serie di notizie dettagliate sulle pressioni ricevute per aderire alle coalizioni, sulle condotte di voto e sulle varie interazioni avutesi dal 2020 in avanti in materia di obiettivi ESG. La lettera del 25 gennaio 2025, intitolata *Apparent Legal and Contractual Violations by Financial Institutions*, è pubblicata alla pagina: www.texasattorneygeneral.gov.

di Larry Fink, presidente e amministratore delegato di BlackRock, e dei suoi colleghi 'gestori patrimoniali'. La domanda di elettricità di cui gli americani hanno bisogno per riscaldare le loro case e alimentare le loro imprese, l'offerta di carbone utilizzato per generare quell'elettricità, è stata artificialmente ridotta e il prezzo è salito alle stelle. I convenuti si sono appropriati di rendimenti, commissioni e profitti più elevati, mentre i consumatori americani ne hanno pagato il prezzo in bollette più salate e costi più elevati»⁹⁴.

BlackRock, Vanguard e State Street, anche attraverso l'adesione a coalizioni quali Climate Action 100+ e NZAM, avrebbero partecipato ad un cartello (chiamato anche sindacato), vietato ai sensi della Section 1 dello Sherman Act. Le parti avrebbero inoltre violato alcune norme dello Stato del Texas in materia di pratiche scorrette nei confronti dei consumatori/investitori, attraverso la diffusione di messaggi ingannevoli, falsi e fuorvianti circa gli obiettivi perseguiti nella gestione dei propri fondi⁹⁵.

Il principale blocco di accuse si fonda però sulla asserita violazione delle norme in materia di controllo delle concentrazioni, recuperando in questo contesto la pur discussa e criticata teoria della *common ownership*. In proposito, il complaint sottolinea come il Congresso americano avesse introdotto la Section 7 del Clayton Act per vietare qualsiasi acquisizione di azioni tale da ridurre sostanzialmente la concorrenza. Dunque, quando un investitore riunisce sotto il medesimo controllo le società concorrenti di cui ha acquisito le azioni, realizza ciò che in sostanza è una mera "forma incorporata del vecchio trust", ossia un "abominio" sotto il profilo concorrenziale⁹⁶.

Più specificamente, le c.d. Big Three avrebbero individualmente acquisito partecipazioni rilevanti nel capitale di ogni significativo produttore di carbone le cui azioni sono quotate in borsa negli Stati Uniti. Ciascuna di esse avrebbe quindi acquisito (e concretamente esercitato) il potere di influenzare le politiche di un certo numero di imprese tra loro concorrenti e di provocare così una sostanziale riduzione della concorrenza nei mercati del carbone. Anche se considerati da soli e isolatamente, l'acquisizione e l'utilizzo, da parte di ciascun fondo, di significative partecipazioni al capitale dei principali produttori di carbone violerebbe dunque la Sezione 7 del Clayton Act⁹⁷.

Infatti, altra è la capacità di influenzare le condotte competitive di una sola impresa, altra quella di influenzare una pluralità di imprese tra loro concorrenti: «When a shareholder is among the largest shareholders not only of nearly every major company in an industry but also of the banks and investment firms that finance that industry, that shareholder has the power to influence the *entire* industry. Quite simply, '[w]hen BlackRock Chairman Larry Fink speaks, the investment world tends to listen'»⁹⁸.

⁹⁴ Texas Complaint, § 2 (traduzione mia).

⁹⁵ Texas Complaint, § 8. In particolare, BlackRock avrebbe consapevolmente ingannato gli investitori sulla natura dei suoi fondi. Piuttosto che informare gli investitori che avrebbe utilizzato le loro partecipazioni per promuovere gli obiettivi climatici, BlackRock ha sempre affermato che i suoi fondi non ESG sarebbero stati dedicati esclusivamente a incrementare lo shareholder value. Tuttavia, BlackRock avrebbe regolarmente violato il suo impegno nei confronti degli investitori, utilizzando *tutte* le sue partecipazioni per promuovere obiettivi di sostenibilità, oltre che promuovere una riduzione della produzione funzionale a incrementare i profitti a danno dei consumatori americani.

⁹⁶ Texas Complaint, §. 2

⁹⁷ Ciò in quanto non si potrebbe applicare l'esenzione del solely for investment purposes.

⁹⁸ Texas complaint, § 93. La citazione tra virgolette si deve a A. LEE-H. HIGGINS, *3 Ways*

Questa condotta, secondo il *complaint*, ricadrebbe di per sé nell'ambito di applicazione della Section 7 del Clayton Act, perché il ventaglio di partecipazioni consente di influenzare le strategie competitive di una pluralità di imprese tra loro concorrenti: (a) accedendo a informazioni sensibili; (b) obbligando il management ad adottare specifici target in termini di produzione di carbone; (c) forzando il management ad adottare politiche di trasparenza che consentono di monitorare la loro compliance rispetto ai target; (d) rimuovendo o nominando membri del consiglio di amministrazione di tali imprese al fine di promuovere gli obiettivi in termini di riduzione della produzione di carbone; (e) presentando o dando adesione a proposte degli azionisti al fine di ridurre la produzione di carbone, e (f) in altro modo influenzando le politiche societarie adottate dalle imprese partecipate.

Tuttavia, ed è qui che entra in gioco anche la teoria della *common ownership*, le azioni e decisioni delle imprese finanziarie non devono considerarsi isolatamente, poiché gli asset manager non hanno agito singolarmente e individualmente, avendo essi annunciato pubblicamente, nel corso del 2021, il (comune) impegno ad usare il loro potere in quanto azionisti rilevanti al fine di indurre il management di ciascuna delle imprese partecipate ad allinearsi alla politica di *net-zero goals*, che nel caso di specie avrebbe significato ridurre le emissioni di carbone di almeno il 50%.

In altre parole, invece che agire singolarmente, le c.d. Big Three avrebbero formato un "sindacato" utilizzando le partecipazioni collettivamente detenute nelle imprese carbonifere per determinare una riduzione delle quantità prodotte. In questo contesto, il *complaint* indica che la quota congiunta di partecipazione delle Big Three nelle nove imprese quotate operanti nel mercato del carbone, che rappresentano circa la metà della produzione statunitense di questo combustibile fossile, varia tra l'8% e il 34,2% (ma in sei di esse è superiore al 30%). Questa situazione mostrerebbe che: «Defendants have immense influence over these companies on their own, but collectively Defendants possess a power to coerce management that is all but irresistible. Defendants have used that collective power—by proxy voting and otherwise—to pressure the major coal producers to reduce production of coal, and in particular production of the thermal coal used to generate the electricity that powers American homes and businesses»⁹⁹.

L'effetto verrebbe dunque magnificato a causa della omogeneità degli assetti proprietari di tali imprese (in ciascuna di esse, una percentuale assai significativa dei diritti di voto è detenuta da tre imprese che, grazie anche alla comune partecipazione nelle coalizioni ambientaliste, perseguono e intendono fare perseguire gli stessi obiettivi). Citando esplicitamente alcuni tra i principali contributi in materia di *horizontal ownership*¹⁰⁰, si afferma che: «as the academic literature explains, when a shareholder owns stock in a single firm, maximizing the

BlackRock Can Do Better on Sustainable Finance, World Res. Inst. (Mar. 3, 2022), bit.ly. Peraltro, non è chiaro come l'acquisto di una partecipazione di tale (non significativa) entità potrebbe determinare gli effetti negativi contemplati.

⁹⁹ Texas Complaint, § 5. Nel *complaint* si sostiene inoltre che le imprese produttrici di carbone non quotate non hanno "potuto" reagire aumentando la produzione, in parte a causa di capacità e riserve (di carbone) limitate, in parte a causa della carenza di finanziamenti da parte di banche e istituzioni finanziarie, a loro volte spinte a limitare il credito alle imprese che non sono in linea con i piani di riduzione delle emissioni di carbonio.

¹⁰⁰ Nel *complaint* sono testualmente richiamati E. ELHAUGE, *Horizontal Shareholding*, in 129 *Harv. L. Rev.*, 2016, p. 1269; F. SCOTT MORTON-H. HOVENKAMP, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, in 127 *Yale L.J.*, 2018, p. 2031.

profits of that firm maximizes the profits of that shareholder; but when that shareholder owns stock in all the firms that compete in an industry, maximizing the profits of the entire industry maximizes the profits of the shareholder. Thus, when management knows their firm is owned by so-called “horizontal shareholders”—i.e., by shareholders who own shares in the competing firms across an industry—management has an incentive to maximize the profits of the industry. In other words, the incentive is to operate as a cartel»¹⁰¹. Questa situazione incrementerebbe dunque anche il rischio di una sostanziale riduzione della concorrenza, rimuovendo gli incentivi di queste imprese a competere¹⁰².

Per le ragioni illustrate, il *complaint* sostiene che la mera acquisizione delle azioni delle imprese carbonifere da parte delle Big Three abbia determinato un rischio per la concorrenza nei mercati nazionali del carbone sufficiente a giustificare il loro divieto ai sensi della Section 7 del Clayton Act. Ma, aggiunge, questa minaccia alla concorrenza non è risultata solo ipotetica o semplicemente probabile, essendosi effettivamente materializzata. BlackRock, Vanguard e State Street hanno infatti “utilizzato” le loro azioni, attraverso il voto per delega e in altro modo, per provocare la sostanziale riduzione della concorrenza nei mercati nazionali del carbone, così violando in concreto la Section 7. In altre parole, la prova più convincente che l’acquisto delle partecipazioni in imprese tra loro concorrenti potesse ridurre la concorrenza è il fatto che tale impatto negativo è avvenuto¹⁰³ attraverso una serie di condotte coerenti con il loro comune impegno «to [i]mplement a stewardship and engagement strategy, with a clear escalation and voting policy, that is consistent with our ambition for all assets under management to achieve net zero emissions by 2050 or sooner»¹⁰⁴.

Nel campo dell’estrazione del carbone, l’unico modo di ridurre le emissioni è quello di tagliare la produzione, e in coerenza con il loro comune impegno (anche in Climate Action 100+), le parti hanno dapprima annunciato una strategia e poi utilizzato i loro diritti di voto per ottenere questa riduzione, e – si legge nell’atto – «there are few, if any, acts likelier to substantially lessen competition than an industry-wide output reduction scheme organized and policed by shareholders with the ability to monitor compliance and the power to discipline the management of any individual company that deviates from the restrictions Defendants set»¹⁰⁵.

La partecipazione ad iniziative quali Climate Action 100+ a NZAM avrebbe inoltre rinforzato questi effetti sotto un altro profilo, e cioè quello della trasparenza e del monitoraggio (dei fondi di asset management nei confronti delle imprese carbonifere, e di queste ultime tra loro). Infatti, i membri di Climate Action 100+ avevano concordato di “imporre” alle imprese di cui detenevano partecipazioni un impegno a rendere pubbliche le loro emissioni secondo un determinato standard. Tale standard, nel caso del carbone termico, richiederebbe di dovere dare conto delle emissioni totali di carbonio che verrebbero generate nel

¹⁰¹ Texas Complaint, § 109.

¹⁰² Si noti che il complaint equipara qui l’acquisto cumulato di partecipazioni da parte delle Big Three ad una concentrazione, misurando gli effetti in termini di indici di concentrazione e loro variazione, senza considerare che si tratta pur sempre di partecipazioni anche nel complesso di minoranza e che le imprese partecipanti non sono equiparabili ad imprese fondatrici di una joint venture.

¹⁰³ Texas Complaint, § 112.

¹⁰⁴ Texas Complaint, § 115. Il riferimento è al già ricordato *The Net Zero Asset Managers Commitment*, NET ZERO ASSET MANAGERS INITIATIVE (Nov. 20, 2024), [bit.ly](https://www.netzeroassetmanagers.com/).

¹⁰⁵ Texas Complaint, § 116.

tempo dal consumo di quel carbone. Quando un'impresa divulga questo dato, rende nota la quantità totale di carbone termico che essa pianifica di produrre. La dichiarazione, pertanto, funge da segnale per i concorrenti riguardo agli obiettivi di produzione di carbone termico dell'impresa stessa, permettendo agli asset manager, in quanto azionisti rilevanti, e ai concorrenti, nel mercato del prodotto, di monitorare il costante rispetto di tali obiettivi da parte dell'azienda divulgatrice.

Al fine di influenzare le strategie delle imprese produttrici, oltre a rendere pubblici gli obiettivi in termini di riduzione delle emissioni, BlackRock, Vanguard e State Rock avrebbero usato diversi strumenti di corporate governance. Ad esempio, BlackRock, dopo avere aderito all'iniziativa NZAM, aveva annunciato che avrebbe disciplinato il «management that failed to satisfy its demands, both when voting on shareholder proposals and by voting to remove management: 'where we do not see enough progress for the issuers, and in particular where we see a lack of alignment combined with a lack of engagement, we may not support management in our voting for the holdings our clients have in index portfolios, and we will also flag these holdings for targeted review and engagement in our discretionary active portfolios where we believe they may present a risk to performance'»¹⁰⁶.

Per provare questa comune volontà, il complaint prende a riferimento dapprima alcune dichiarazioni pubbliche delle parti, e in seguito le loro azioni concrete nelle politiche di *engagement* (oltre e più che di voto)¹⁰⁷, citando numerosi documenti e statements che riportano di varie interlocuzioni tra gli asset managers e le imprese partecipate, anche se essi non riguardano in modo specifico le imprese operanti nel mercato di riferimento. In altri casi, invece, le "accuse" paiono più circostanziate. Si legge, ad esempio, nel complaint che BlackRock avrebbe ammesso che «BlackRock Investment Stewardship (BIS) has engaged with management representatives [of Warrior Met Coal] over the past several years to discuss a range of environmental, social, and governance (ESG) issues that we believe have material impacts on the company's financial performance and can help drive long-term shareholder value creation»¹⁰⁸.

L'influenza, tuttavia, non si sarebbe limitata ad una pur pervasiva attività di *engagement*. Si sottolinea, infatti, che «BlackRock has used the power conferred by its substantial shareholdings to influence and to coerce management at each of the Coal Companies to reduce their output of carbon and, by extension, of coal. BlackRock's substantial shareholdings give it access to corporate boards and an ability to "engage" with management that ordinary shareholders simply do not possess. And should the velvet glove of engagement fail, the iron fist emerges. BlackRock can, and has, voted against management that has failed to yield to its demand. And, as BlackRock made clear in 2021, the threat

¹⁰⁶ Texas Complaint, § 136. Simili condotte sono state annunciate e adottate da State Street e Vanguard, anche dopo l'uscita di quest'ultima dall'alleanza NZAM.

¹⁰⁷ Sul rilievo centrale dell'*engagement*, v. le dichiarazioni della stessa Vanguard: e «[w]e believe that engagement is where the action is. We have found through hundreds of direct discussions every year that we are frequently able to accomplish as much—or more—through dialogue as we are through voting. Importantly, through engagement, we are able to put issues on the table for discussion that aren't on the proxy ballot. We believe that our active engagement on all manner of issues demonstrates that passive investors don't need to be passive owners. [...]». Si tratta di un brano estratto di una lettera del 27 febbraio 2015 indirizzata da F. William McNabb III, amministratore delegato di Vanguard, ai membri dei consigli di amministrazione delle imprese partecipate; v. bit.ly.

¹⁰⁸ Texas Complaint, § 173.

that it might divest its holdings and drive down the price of a company's shares remains always in the background»¹⁰⁹.

L'atto di accusa contiene numerose indicazioni che corroborerebbero quanto affermato in linea generale. Ad esempio, si riporta che nel 2022 BlackRock ha votato contro taluni amministratori di una delle imprese operanti nel mercato della produzione di carbone, NACCO, «as the Company does not meet our aspirations of having adequate climate risk disclosures against all 4 pillars of TCFD and does not meet our aspirations of having adequate climate-related metrics and targets». Un comportamento analogo è stata tenuto nei confronti di alcuni amministratori di Arch Resources, e in particolare del presidente del Comitato nomine, posto che «the Chair of the ESG and Nominating Committee as [Arch Resources] does not meet our aspirations of having adequate climate-related metrics and targets»¹¹⁰. Il *complaint* riporta decine di casi simili, nei quali BlackRock e gli altri asset manager oggetto dell'indagine hanno votato contro la conferma di amministratori delle imprese carbonifere perché non sufficientemente orientati verso strategie ESG e di riduzione delle emissioni di CO₂ o contrari a rendere più trasparenti i loro piani di azione futuri¹¹¹.

Dunque, secondo il *complaint*, per effetto della trasparenza sulle strategie future in materia di emissioni, delle dichiarazioni pubbliche degli asset manager circa la necessità di ridurre tali emissioni, dell'*engagement* per convincere il management e dell'uso dell'arma del voto contro gli amministratori non in linea con questi obiettivi, le Big Three, in quanto *common owners*, sarebbero riuscite nell'intento di indurre tutte le imprese carbonifere partecipate a diminuire in modo consistente la produzione, ciò che avrebbe determinato di conseguenza un forte aumento del carbone e del prezzo dell'energia¹¹².

In sintesi, la comune adesione ad obiettivi di sostenibilità avrebbe rappresentato il collante che ha consentito ai vari meccanismi che stanno alla base della teoria della common ownership di operare in concreto, generando un

¹⁰⁹ Texas Complaint, § 167.

¹¹⁰ Texas Complaint, § 169. In alcuni casi gli esempi citati dall'Attorney General del Texas non sono del tutto convincenti, posto che gli amministratori chiamati in causa, nonostante il voto contrario espresso dai fondi di asset management, sono rimasti in carica.

¹¹¹ Cfr. Texas Complaint, § 171-180. Ad esempio, State Street «began voting against directors at companies in several major indices where companies failed to provide sufficient disclosures in line with the TCFD framework. State Street subsequently voted against Peabody Energy Director Stephen E. Gorman in 2023. It withheld its vote for Warrior Met Coal Director Gareth N. Turner in 2021, withheld its vote for Stephen D. Williams in 2021 and 2022, and voted against him in 2023. It voted against the compensation package of the executive officers of CONSOL Energy in 2022. In 2021, State Street withheld votes for NACCO Directors John P. Jumper, Alfred M. Rankin, Jr., Matthew M. Rankin, and Roger F. Rankin; for Directors John P. Jumper, Alfred M. Rankin, Jr., Matthew M. Rankin, Roger F. Rankin, Dennis W. LeBarre, Richard Osborne, and Britton T. Tapplin in 2022; and voted against Directors Jumper, LeBarre, and Alfred M. Rankin Junior in 2023. Finally, in 2023, State Street withheld its vote for two directors of Alpha Metallurgical Resources: Kenneth S. Curtis and Michael J. Quillen. In 2022, [Defendant State Street] also conducted thematic engagement campaigns on such topics as climate transition plans, the social risks related to climate transition plans, managing methane emissions, and deforestation-related risks. Defendant State Street further announced that [s]tarting in 2023, we have expanded this voting action to the following additional markets: the ASX200, TOPIX 100, Hang Seng, and Straits Times indices».

¹¹² Questa conclusione è stata molto criticata perché in realtà, la riduzione della produzione sembrerebbe doversi attribuire soprattutto a due produttori, i quali avrebbero modificato i piani produttori a causa della riconversione di alcune delle centrali elettriche loro clienti e dall'andamento del prezzo di altri combustibili, che ha reso l'utilizzo del carbone meno profittevole. V. M. DOLMANS-W. LIN-C.E. LIN, *Sustainable Antitrust*, cit., 12.

effettivo danno per la concorrenza. Sulla base di queste considerazioni, il *complaint* conclude che l'acquisizione e la gestione dei diritti di voto da parte dei fondi «may have had, have in fact had, continue to have, and may in the future have, the effect of substantially lessening competition in the relevant product and geographic markets, in violation of Section 7 of the Clayton Act»¹¹³.

Di conseguenza, gli Attorney Generals hanno formulato due principali richieste alla Corte: in primo luogo, «(to) adjudge and decree that Defendants' acquisitions of shares of the Coal Companies have violated Section 7 of the Clayton Act» e, in secondo luogo, «(to) order such injunctive relief as is necessary, including but not limited to divestiture, to restrain Defendants from using the stock they have acquired in the Coal Companies by the voting or granting of proxies or otherwise to restrain output and limit competition in the relevant markets identified above, or from engaging in any other practices with the same purpose and effect as the challenged practices».

7. Conclusioni

In chiusura, possono essere formulate alcune brevi osservazioni sulla 'tenuta' delle accuse formulate nel *complaint*, in attesa degli sviluppi del caso¹¹⁴. La prima sensazione è che esso contenga una serie di addebiti gravi ma piuttosto vaghi e poco circostanziati, soprattutto in relazione all'eventuale partecipazione ad un cartello. Infatti, si sarebbe innanzitutto portati a ritenere che, di per sé, la collaborazione tra azionisti può determinare l'applicazione della Section 1, Sherman Act, nelle aree in cui essi competono (ad esempio – per quanto concerne gli investitori e i fondi – nelle decisioni di acquisto e cessione di pacchetti di azioni o nelle commissioni da applicare alla clientela), non invece nelle aree in cui essi non competono, quali la advocacy in materia di sostenibilità. Diversa ovviamente sarebbe la valutazione nell'ipotesi in cui le attività di engagement evidenziate avessero comportato, direttamente o indirettamente, uno scambio di informazioni, oppure determinato o quantomeno facilitato il raggiungimento di accordi anticompetitivi tra le imprese partecipate nel mercato del carbone. Ma sotto questo profilo le indicazioni che si traggono dall'atto sono alquanto scarse.

Peraltro, alcune perplessità sono state manifestate anche in relazione ai presunti effetti su quantità e prezzi derivanti dall'aver imposto alle imprese carbonifere l'adozione di piani industriali compatibili con gli obiettivi net-zero. Si è infatti rilevato che i dati non sembrano tenere conto di numerosi fattori esterni che certamente hanno influenzato l'andamento della produzione e dei prezzi, quali ad esempio il covid e il conseguente calo della domanda, la disponibilità di altri combustibili, ecc.¹¹⁵. Inoltre, il trend decrescente della produzione sembra avere riguardato solo alcune delle imprese carbonifere, mentre altre hanno mantenuto

¹¹³ Texas Complaint, § 248.

¹¹⁴ Quando questo lavoro era già in bozza, le parti hanno presentato (marzo 2025) una motion to dismiss, a cui gli Attorney Generals hanno replicato con una brief in opposition (presentata il 1° maggio 2025); è rilevante notare che ancor più recentemente a supporto dell'azione dell'Attorney General del Texas è intervenuta anche la FTC, con uno statement of interest (presentato il 22 maggio 2025). Ambedue i documenti possono leggersi al seguente indirizzo: climatecasechart.com. Di tali ulteriori sviluppi non si è potuto tenere conto.

¹¹⁵ M. DOLMANS-W. LIN-C.E. LIN, *Sustainable Antitrust*, cit., p. 14.

stabile il livello di estrazione di carbone. Da ultimo, l'accusa sembra postulare che le condotte degli asset manager siano vietate per sé, senza quindi prendere in considerazione i possibili benefici che il perseguimento di obiettivi di sostenibilità potrebbe generare per i consumatori, direttamente e indirettamente. Non si può tuttavia escludere che le condotte descritte possano essere ricondotte nell'alveo del canone dello standard di ragionevolezza, e cioè valutate guardando se le restrizioni (le riduzioni nella produzione) siano funzionalmente connesse e strettamente necessarie rispetto al perseguimento di un obiettivo lecito (la sostenibilità) e tale da incrementare il benessere nel lungo periodo.

Dubbi simili si possono formulare in ordine alla parte del complaint che si riferisce alla violazione della Section 7 del Clayton Act, quantomeno se riferita alle singole imprese di asset management. Si legge infatti nel complaint che esse, pur avendo partecipazioni relativamente contenute in ciascuna delle imprese carbonifere, avrebbero comunque esercitato *individualmente* una influenza significativa sulle condotte competitive, favorendo una generalizzata riduzione della produzione. Ciò sarebbe avvenuto attraverso l'attività di engagement e l'esercizio del voto, in particolare legando la conferma dei singoli amministratori alla loro maggiore o minore adesione agli obiettivi di sostenibilità. Tuttavia, non è chiaro come, in mancanza di poteri di rafforzamento o diritti particolari, un singolo socio con una partecipazione azionaria assai limitata (in generale meno del 10 per cento, e in alcuni casi meno del 5%) e in presenza di altri soci con partecipazioni analoghe o superiori, potrebbe influenzare in modo rilevante le strategie competitive dell'impresa "target". E, in questo senso, alcune delle evidenze portate per dimostrare la violazione della Section 7 sembrano in realtà contraddire la tesi dell'influenza, ancorché indiretta, su tali strategie. Ad esempio, si illustrano alcuni casi in cui BlackRock in sede assembleare ha votato o aderito alla richiesta di non rinnovare alcuni amministratori a causa della loro asserita contrarietà alle politiche ESG, ma leggendo in modo più approfondito l'atto ci si avvede che quegli stessi amministratori sono rimasti in carica, potendo quindi dedursi che tali proposte non sono state accolte dall'assemblea.

Infine, è possibile svolgere alcune osservazioni sull'ipotesi della violazione della Section 7 del Clayton Act dovuta al fenomeno della *common ownership*, ossia alla condotta *parallela* dei vari fondi di asset management nei confronti dell'insieme delle imprese produttrici di carbone. In questo senso, è interessante valutare, nel caso specifico, se le varie condizioni che la *common ownership doctrine* richiede siano soddisfatte e, eventualmente, quali "meccanismi di trasmissione" abbiano operato per condizionare le strategie competitive delle imprese partecipate.

In primo luogo, da un punto di vista economico, le condizioni per l'applicazione della teoria della proprietà comune appaiono solo in parte verificate. Il mercato dell'estrazione del carbone è certamente piuttosto concentrato ma non sembra oligopolistico. Inoltre, circa la metà delle imprese operanti in questo mercato non sono quotate e dunque non sono oggetto di influenza da parte dei fondi di asset management. Sotto quest'ultimo profilo, nel complaint si ribatte tuttavia che le imprese carbonifere non quotate sarebbero state nell'impossibilità di reagire sul fronte della produzione, vuoi per carenza di capacità produttiva inespressa, vuoi per la mancanza di risorse finanziarie che sarebbero servite per aumentare la produzione. Questa incapacità di reazione delle imprese carbonifere private sarebbe inoltre da attribuire alle stesse coalizioni che promuovono la lotta al cambiamento climatico, che nel corso del tempo hanno suggerito

o addirittura imposto ai loro membri di discriminare – se non boicottare – le imprese meno *environmentally friendly*, negando loro le risorse finanziarie necessarie.

Ulteriore aspetto riguarda il peso complessivo delle partecipazioni degli asset managers nel capitale delle imprese carbonifere. Le partecipazioni, se sommate, risultano significative almeno in sei casi su otto (si tratta di pacchetti di azioni rappresentanti tra il 28 e il 34% del capitale), ma non sono tali da garantire la maggioranza dei diritti di voto. Nell'atto si dà per presupposto che gli asset manager, se considerati congiuntamente, avessero la possibilità di esercitare e abbiano effettivamente esercitato una influenza decisiva sulle imprese partecipate, ma non vi è alcuna ulteriore considerazione o evidenza al riguardo ¹¹⁶.

Un terzo elemento riguarda la comunanza di obiettivi, interessi e orizzonti temporali dei *common owners*. Da questi punti di vista, deve essere sottolineata, per un verso, la circostanza che le Big Three erano presenti nel capitale delle imprese carbonifere soprattutto con fondi passivi indicizzati e quindi tendenzialmente con orizzonti di lungo periodo, non potendo questi fondi disinvestire. Per altro verso, l'adesione e accettazione dei principi di sostenibilità e dei piani e metodi per raggiungere gli obiettivi net zero, dovuta anche alla partecipazione a coalizioni quali Climate Action 100+ e NZAM, ha certamente contribuito a uniformare l'orientamento delle Big Three circa la condotta da tenere in merito alle decisioni in materia di sostenibilità.

Sotto quest'ultimo profilo, si potrebbe controbattere che mantenere la medesima posizione in materia di sostenibilità non significa necessariamente condizionare o influenzare le strategie competitive delle imprese partecipate, allentandone direttamente gli incentivi a competere. Tuttavia, nei settori della estrazione di combustibili fossili l'impatto, seppure indirettamente, è il medesimo. Infatti, per ottenere una riduzione delle emissioni da parte delle imprese che estraggono carbone l'unico modo percorribile è ridurre produzione e consumo. L'impatto di mercato è dunque analogo a quello che si avrebbe nel caso di una manovra volta a indurre le imprese a convergere verso un equilibrio di quiet life, caratterizzato dall'offerta di una quantità ridotta (la quantità di monopolio) e da condotte non rivali nella determinazione dei prezzi (di monopolio). Peraltro, lo stesso complaint argomenta che tale convergenza sarebbe stata ulteriormente favorita dalla innaturale trasparenza delle strategie future dovuta alla pubblicazione dei piani pluriennali di riduzione delle emissioni che i fondi di asset management hanno indotto adottare alle imprese partecipate.

Da ultimo, è interessante guardare ai meccanismi con i quali le Big Three sarebbero riuscite a condizionare il management. Ciò sarebbe avvenuto anzitutto attraverso una serie di dichiarazioni pubbliche nelle quali gli asset manager hanno esplicitato le loro strategie di gestione delle partecipazioni in ottica di sostenibilità, sia attraverso l'*engagement* che attraverso il voto. In tal senso, il voto di conferma degli amministratori doveva considerarsi condizionato al pieno rispetto dei piani di riduzione delle emissioni adottati. Le Big Three hanno poi tenuto fede a queste dichiarazioni di intenti, tanto nell'attività di engagement, per come documentata in una serie di affermazioni e report degli stessi asset manager, quanto in sede di votazione delle delibere assembleari.

¹¹⁶ Non vi è cioè alcun riferimento, nel *complaint*, alla presenza di altri soci rilevanti, eventualmente con interessi o orizzonti temporali diversi. Inoltre, in almeno alcune occasioni viene riportato l'esito di talune deliberazioni assembleari sostenute dagli asset manager ma non approvate dall'assemblea, il che dovrebbe deporre per una dialettica assembleare non certo piegata alla volontà delle Big Three.

Per un verso, dunque, almeno in questo caso specifico appare non confermata la tesi di coloro che negavano la teoria della common ownership osservando che i fondi di asset management passivi, al fine di contenere i costi di gestione, tendono a non esercitare i loro diritti di voice e dunque non avrebbero influenzerebbero il management delle imprese partecipate. I molteplici esempi riportati nel paragrafo precedente dimostrano il contrario.

Per altro verso, alcuni autori avevano osservato che i grandi investitori finanziari gestiscono decine di fondi, attivi e passivi, con diverse indicizzazioni e diversi obiettivi, nel senso che solo alcuni di essi sarebbero gestiti in modo da detenere partecipazioni in imprese che si sono impegnate in percorsi sostenibili. Ciò avrebbe dovuto comportare condotte diverse nella gestione delle partecipazioni e nell'esercizio dei diritti di voto, in contrasto con una delle ipotesi fondamentali della teoria della common ownership: la completa convergenza di interessi e di condotte dei proprietari comuni. Da quanto è riportato nel complaint, invece, questa divergenza non appare e sembrerebbe che tutti i fondi di ciascuna delle Big Three si siano comportati in modo identico, in particolare tanto i fondi sostenibili, quanto quelli ispirati alla massimizzazione del valore per l'azionista. E ciò si deduce pure dall'ulteriore capo di accusa contenuto nel *complaint*, e cioè quello di avere "ingannato" la clientela circa i reali criteri adottati nella gestione delle partecipazioni detenute da ciascuno dei fondi ¹¹⁷.

Come si diceva nell'introduzione, non è del tutto chiaro se i procuratori statali che avevano firmato il *complaint* proseguiranno nell'azione sino ad ottenere una sentenza o, come è successo per vicende analoghe, si accontenteranno di un settlement. Le profonde modifiche che in questo periodo si sono avute in tema di sostenibilità, soprattutto negli Stati Uniti, con il completo abbandono delle grandi iniziative comuni contro il cambiamento climatico, e il velocissimo riorientamento della finanza (almeno nelle dichiarazioni) verso obiettivi "tradizionali" sembrerebbero deporre nel senso di una conclusione rapida del contenzioso. La vicenda conserverà comunque il suo interesse, perché è la prima in cui la teoria della *common ownership*, pur attraverso il prisma della sostenibilità, è stata messa alla prova, con un ventaglio di dati ed evidenze che ne hanno mostrato, quantomeno, la plausibilità.

¹¹⁷ Ad esempio, nel Complaint, al § 193, si legge che uno dei principali fondi attraverso il quale BlackRock ha investito nelle imprese estrattrici di carbone è lo "iShares Russell 2000 ETF", il quale detiene circa 70 miliardi di dollari in azioni di imprese quotate di minori dimensioni. Ebbene, BlackRock ha promosso questo fondo sostenendo che esso "*does not seek to follow a sustainable, impact or ESG investment strategy*". Eppure, BlackRock ha gestito le azioni detenute attraverso questo fondo esattamente nello stesso modo in cui ha gestito le attività detenute nei fondi orientati alla sostenibilità e alle politiche ESG.