

15

Fusioni

La mania delle fusioni che ha trasformato il panorama aziendale statunitense ed europeo negli anni '90 è scomparsa soprattutto a seguito dell'attacco terroristico dell'11 settembre 2001, degli scandali aziendali di Enron, Tyco, HealthSouth, e WorldCom e dell'esaurimento della crescita delle aziende operanti su internet (la cosiddette dot.com). Tuttavia, dopo un periodo di stasi di alcuni anni, l'attività di fusione è tornata alla ribalta con forza nel 2004, quando sono stati siglati oltre 10 000 accordi negli USA per un valore totale di 746,3 miliardi di dollari. Il 2005 è stato caratterizzato da oltre 10 000 accordi con un valore totale di più di mille miliardi di dollari. Nel 2006, il numero delle fusioni è salito ancora oltre le 11 000 e il valore è aumentato fino a 1230 miliardi di dollari. Qualche cosa di simile è avvenuto anche in Europa.

L'organizzazione e la riorganizzazione delle imprese determinate dalle fusioni sollevarono diversi problemi. Forse, tra essi, il più centrale è la domanda: perché? Qual è la motivazione dietro il matrimonio di due (o più) imprese? Una risposta possibile è che la fusione crea una riduzione dei costi, eliminando inutili duplicazioni e migliorando il flusso di informazioni all'interno delle organizzazioni fuse. Nello stesso modo una fusione può portare a una fissazione del prezzo più efficiente e/o migliorare i servizi ai clienti. Questo può accadere, per esempio, quando due imprese che producono beni complementari, come dadi e bulloni, si fondono. Nella misura in cui la riduzione dei costi o la razionalizzazione della produzione sono la motivazione primaria per le fusioni, è probabile che le fusioni siano desiderabili tanto per la società quanto per le imprese coinvolte, quindi non dovrebbero essere ostacolate. Tuttavia, le fusioni possono anche essere un tentativo per creare cartelli legali. Le imprese fuse sono di proprietà e controllo comune. Quindi la nuova entità aziendale coordinerà quelle che erano una volta azioni separate con un'ottica rivolta al conseguimento del risultato di massimizzazione del profitto congiunto. Collocando tale coordinazione all'interno dei confini di un'impresa, una fusione determina proprio il tipo di comportamento che sarebbe stato illegale se le due imprese fossero rimaste separate. Viste sotto questa luce, le fusioni sono un tentativo di creare e sfruttare il potere di monopolio nel mercato.

Le fusioni costituiscono una sfida difficile alla politica antitrust, perché occorre che chi controlla sia in grado di distinguere tra fusioni anticompetitive da una parte e quelle che non sono dannose per la concorrenza dall'altra. Questa tensione è apertamente riconosciuta nelle norme antitrust. Per esempio, nelle *Merger Guidelines* statunitensi si legge: "Sebbene impugnare le fusioni competitivamente dannose, il Dipartimento cerca di evitare interferenze inutili con il più grande universo delle fusioni che sono sia vantaggiose dal punto di vista competitivo sia neutrali".¹



¹ *Federal Trade Commission Merger Guidelines*. La Sezione 2, sui potenziali effetti dannosi delle fusioni, è particolarmente importante.

In questo capitolo saranno esplorati tali problemi. Si esamina quale teoria economica possa indicare le ragioni di profitto per le fusioni e se la crescita del profitto derivi da una maggiore efficienza o da un maggiore potere di monopolio. Sebbene la teoria di riferimento sia soprattutto un'estensione dei modelli di Cournot e di Bertrand, si avvisa in anticipo il lettore che, ciononostante, è alquanto complessa. Il beneficio di una maggiore comprensione delle fusioni e della politica delle fusioni giustifica, si spera, il lavoro in più che occorrerà.

Prima di procedere oltre, è utile classificare i tipi di fusione, perché non tutte le fusioni sono uguali. Una fonte importante di distinzione è la natura delle relazioni esistenti prima dell'accordo tra le imprese coinvolte nella fusione. Questa dà luogo a tre differenti tipi di fusione. Innanzitutto ci sono le *fusioni orizzontali*. Queste si verificano quando le imprese che formano la fusione erano precedentemente concorrenti nello stesso mercato di prodotto. Una fusione orizzontale implica due o più imprese che, per quanto riguarda i loro acquirenti, producono prodotti sostituti. La fusione del 2006 delle imprese del software delle telecomunicazioni, Alcatel e Lucent, è un esempio di fusione orizzontale.

Le *fusioni verticali* sono il secondo tipo. Esse coinvolgono tipicamente imprese operanti in stadi diversi della catena di produzione verticale. Si consideri l'acquisto da parte della Disney della Capital Cities/ABC. In questo caso una major di film e programmi televisivi ha acquistato un distributore e una major che mandano in onda questo materiale. Nel 2001 la Commissione Europea ha bloccato la fusione verticale tra General Electric e Honeywell nel settore dei componenti per avionica e nella costruzione dei reattori. Le fusioni verticali comprendono normalmente fusioni tra imprese a monte e a valle. Esse includono però anche una concentrazione di imprese che, prima della fusione, producevano beni complementari. La fusione tra Hewlett-Packard, originariamente produttrice di software, stampanti e scanner, e la Compaq, un'importante impresa di personal computer, potrebbe anche rientrare nella categoria verticale.

Infine le *fusioni conglomerate* comprendono la concentrazione di imprese senza un'evidente concorrenza o un'evidente relazione complementare. La General Electric, un'impresa che produce motori aerei, prodotti elettrici e servizi finanziari e, tramite l'affiliata NBC, programmi televisivi, è una delle imprese conglomerate di maggiore successo al mondo. Esempi recenti di fusioni conglomerate comprendono: l'acquisto della Batterie Duracell da parte della Gillette; l'acquisto della Snapple (tè freddo) e Gatorade (bevanda per sportivi) da parte della Quaker Oats; la fusione tra GE e Honeywell, che, oltre agli aspetti illustrati in precedenza, prevede anche caratteristiche di fusione conglomerata.

La Figura 15.1 mostra il numero di fusioni (di ogni tipo) notificate alla Commissione Europea. Come si vedrà, le fusioni di dimensioni notevoli devono essere autorizzate dalla Com-

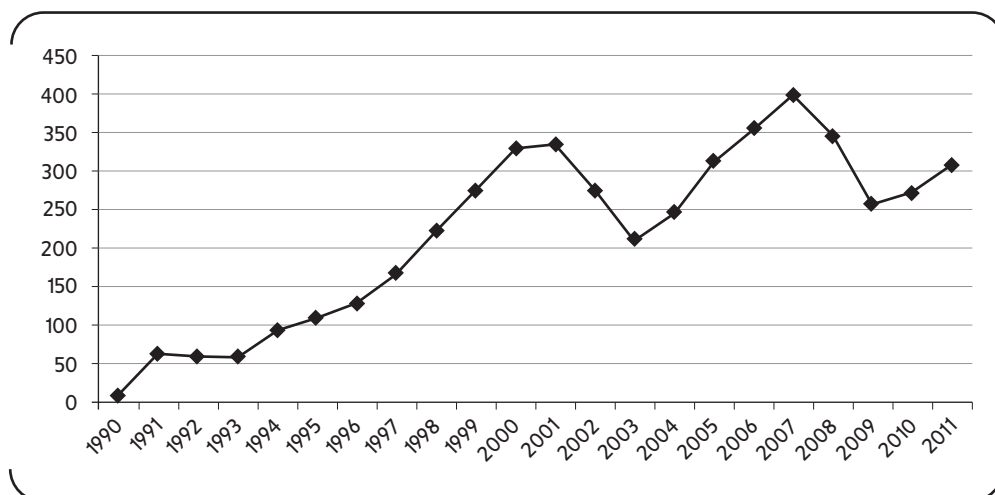


Figura 15.1 Le notifiche di fusioni di interesse europeo alla Commissione Europea.

missione Europea quando sono di interesse europeo o dalle autorità nazionali quando coinvolgono principalmente il mercato nazionale. Come si vede dalla figura, il numero di fusioni notificate è andato crescendo, ma, e questo è tipico nel processo di fusioni, vi si possono individuare delle ondate (in inglese *merger waves*).

Ci si concentrerà prima sulle fusioni orizzontali. Poiché queste riflettono la concentrazione di due o più imprese nella stessa industria, sollevano i più evidenti problemi antitrust. Le fusioni verticali e conglomerate sono discusse nella seconda parte del capitolo.

15.1 Le fusioni orizzontali e il paradosso delle fusioni

Le fusioni orizzontali sostituiscono due o più concorrenti con una sola impresa. La fusione delle due imprese in un mercato di tre imprese trasforma l'industria in un duopolio. La fusione di due duopolisti crea un monopolista. La possibilità di una fusione di creare potere di monopolio è perciò chiaramente un problema nel caso orizzontale. Il primo esempio che sarà trattato è perciò piuttosto sorprendente. Si discuterà di un fenomeno noto come *paradosso della fusione*. Il paradosso, in quanto tale, mostra che è abbastanza difficile costruire un semplice modello economico in cui ci siano utili ragguardevoli per imprese che partecipano a fusioni orizzontali *che non conducano a un monopolio*. Si illustrerà il paradosso usando il modello di Cournot del Paragrafo 8.4.²

Si cominci con un semplice esempio. Si supponga di avere tre imprese, ciascuna con un costo marginale costante di $c = € 30$, che affrontano in comune una curva di domanda dell'industria descritta da: $P = 150 - Q$. L'equilibrio di Cournot risulta nella situazione in cui ogni impresa produce un quarto dell'output competitivo, o 30 unità, in modo che l'output totale sarà 90 unità. Il prezzo perciò è $P = € 60$ e ogni impresa ottiene un profitto di $30 (€ 60 - € 30) = € 900$.

Che cosa accade se due di queste imprese si fondono? In seguito alla fusione l'industria diventerà di due imprese, ciascuna produrrà un terzo dell'output competitivo, o 40 unità, in modo che l'output totale ora scenderà a 80 unità. Il prezzo allora salirà a € 70 e ciascuna delle due rimanenti imprese realizzerà un profitto di € 1600.

Adesso è possibile valutare l'impatto della fusione. Innanzitutto si noti che la fusione danneggia i consumatori. L'output scende e il prezzo sale. In secondo luogo, la fusione è una buona notizia per l'impresa che non si è fusa. Essa ora aumenta il suo output a 40 unità e lo vende a un prezzo più alto di quello precedente, ottenendo un aumento del profitto di $€ 1600 - € 900 = € 700$. Si giunge infine all'elemento centrale del paradosso. Per le due imprese che si sono fuse, la fusione non ha generato utili. Prima, ogni impresa produceva 30 unità e ricavava un profitto di € 900 a fronte di un output e profitti complessivi pre-fusione rispettivamente di 60 unità e di € 1800. Nel mercato post-fusione, tuttavia, queste due imprese hanno un output congiunto di sole 40 unità e un profitto totale di € 1600. La fusione ha danneggiato le imprese che si sono fuse e ha portato benefici ai loro concorrenti. Se questo esempio riflette un problema più generale, allora non si dovrebbero osservare molte fusioni.

Naturalmente, il paradosso è che si osservano frequentemente fusioni.

La verità è che l'esempio summenzionato non è un caso speciale. Infatti, è facile mostrare che una fusione quasi certamente sarà infruttuosa nel semplice modello di Cournot, se avviene tra due imprese o più, a meno che la fusione non crei un monopolio. Per vedere questo risultato più generico, si ipotizzi un mercato di $N > 2$ imprese, ciascuna che produce un prodotto omogeneo e si comporta come un concorrente alla Cournot. Le imprese hanno costi identici dati dalla funzione di costo totale:

$$C(q_i) = cq_i \text{ per } i = 1, \dots, N \quad (15.1)$$

² Il paradosso inizialmente fu formalizzato in una forma leggermente diversa da Salant *et al.* (1983).

dove q_i è l'output dell'impresa i . La domanda di mercato è lineare e, in forma inversa, è data dall'equazione:

$$P = A - BQ = A - B(q_i + Q_{-i}) \quad (15.2)$$

in cui Q è l'output aggregato prodotto dalle N imprese e Q_{-i} è l'output aggregato di tutte le imprese tranne l'impresa i ; vale a dire:

$$Q_{-i} = Q - q_i$$

La funzione di profitto per l'impresa i allora può essere scritta come:

$$\pi_i(q_i, Q_{-i}) = q_i[A - B(q_i + Q_{-i}) - c] \quad (15.3)$$

In un gioco di Cournot, le imprese scelgono i loro livelli di output simultaneamente per massimizzare il profitto. Il profitto risultante per ogni impresa in un equilibrio di Cournot è:

$$\pi_i^C = \frac{(A - c)^2}{B(N + 1)^2} \quad (15.4)$$

Si supponga ora che $M \geq 2$ di queste imprese decidano di fondersi. Allo scopo di escludere il caso di fusione in un monopolio si ipotizzi che $M < N$. Una simile fusione porta un'industria in cui ci sono ora $N - M + 1$ imprese concorrenti. Poiché tutte le imprese sono le stesse, è possibile pensare all'impresa che si è fusa come formata dalle imprese da 1 a M .

L'impresa generata dalla fusione determina il suo output q_m per massimizzare il profitto, che è dato da:

$$\pi_m(q_m, Q_{-m}) = q_m[A - B(q_m + Q_{-m}) - c] \quad (15.5)$$

dove $Q_{-m} = q_{m+1} + q_{m+2} + \dots + q_N$ denota l'output aggregato delle imprese $N - M$ che non si sono fuse.

Ciascuna delle imprese che non si sono fuse sceglie il suo output per massimizzare il profitto dato, come prima, da:

$$\pi_i(q_i, Q_{-i}) = q_i[A - B(q_i + Q_{-i}) - c] \quad (15.6)$$

In questo caso il termine Q_{-i} ora denota la somma degli output q_j di ciascuna delle imprese $N - M$ che non si sono fuse, esclusa l'impresa i , più l'output dell'impresa fusa q_m .

L'unica differenza tra le Equazioni (15.5) e (15.6) è che nella prima si ha un pedice m mentre nell'ultima si ha un pedice i . In altre parole, un'implicazione cruciale delle Equazioni (15.5) e (15.6) è che, dopo la fusione, *l'impresa fusa diventa proprio come una qualsiasi altra impresa dell'industria*. Questo vuol dire che tutte queste imprese $N - M + 1$, ciascuna con costi identici e che produce lo stesso prodotto, in equilibrio devono produrre la stessa quantità di output e guadagnare perciò lo stesso profitto. In altre parole, nell'equilibrio post-fusione di Cournot ci deve essere il caso che l'output e il profitto dell'impresa fusa, q_m^C e π_m^C , siano uguali come output e profitto di ogni impresa non fusa. Usando l'output di Cournot e le equazioni di profitto per un mercato con le imprese $N - M + 1$, si ottiene:

$$q_m^C = q_{nm}^C = \frac{A - c}{B(N - M + 2)} \quad \text{e} \quad \pi_m^C = \pi_{nm}^C = \frac{(A - c)^2}{B(N - M + 2)^2} \quad (15.7)$$

dove il pedice m denota l'impresa fusa e nm un'impresa non fusa.

Le Equazioni (15.4) e (15.7) permettono di paragonare il profitto delle imprese non fuse prima e dopo la fusione. Il primo punto da notare è l'opportunità offerta alle imprese non fuse quando le altre imprese si fondono. Si sa che nel modello di Cournot, quando il numero delle imprese diminuisce, l'output dell'industria cala (e i prezzi aumentano). Naturalmente una fusione sortisce questo effetto: riduce il numero di imprese, quindi il prezzo aumenta per tutte le imprese, anche per quelle che non si fondono. Inoltre, la fusione permette a queste imprese di guadagnare una quota di mercato mentre beneficeranno anche di un aumento nel prezzo di mercato.

Che cosa accade alle imprese che si sono fuse? Ci sono M di queste imprese e, prima della fusione, ciascuna guadagna il profitto indicato nell'Equazione (15.4). Quindi il profitto aggregato pre-fusione di queste imprese è M volte quell'ammontare. Dopo la fusione il profitto dell'impresa fusa è il profitto mostrato nell'Equazione (15.7). Il profitto dell'impresa nata dalla fusione è maggiore del profitto aggregato guadagnato dalle imprese M prima della fusione? Affinché la risposta possa essere positiva dovrà essere il caso che:

$$\frac{(A-c)^2}{B(N-M+2)^2} \geq M \frac{(A-c)^2}{B(N+1)^2} \quad (15.8)$$

Questo richiede:

$$(N+1)^2 \geq M(N-M+2)^2 \quad (15.9)$$

Si noti che l'Equazione (15.9) non comprende nessuno dei parametri di domanda o di costo marginale delle imprese. In altre parole, l'Equazione (15.9) descrive la redditività di tutte le fusioni dell'impresa M . Tutto ciò che è richiesto è che la domanda sia lineare e che ogni impresa abbia gli stessi costi marginali costanti.

Nell'esempio qui formulato, in cui il numero delle imprese è $N = 3$ e il numero delle imprese fuse è $M = 2$, è facile vedere allora che la disequazione nell'Equazione (15.9) non è soddisfatta. In altre parole, in un mercato di tre imprese che soddisfa le ipotesi avanzate su domanda e costi *nessuna fusione tra due imprese è redditizia*.

La condizione stabilita nell'Equazione (15.9) è una condizione generale che si rivela molto difficile da soddisfare anche quando si fondono più di due imprese, finché la fusione non genera un monopolio. Per vedere ciò, si supponga di sostituire $M = aN$ nell'Equazione (15.9), con $0 < a < 1$, cosicché a sia la frazione delle imprese nell'industria che si fonde. Si può allora calcolare quanto deve essere grande a affinché la fusione sia redditizia. L'Equazione (15.9) mostra che, affinché una fusione sia redditizia, bisogna avere $a > a(N)$ dove:³

$$a(N) = \frac{3 + 2N - \sqrt{5 + 4N}}{2N} \quad (15.10)$$

La Tabella 15.1 fornisce $a(N)$ e quindi il numero minimo di imprese associate \underline{M} che si deve fondere affinché la fusione sia redditizia per una serie di valori di N , il numero di imprese dell'industria.

L'Equazione (15.10) e la Tabella 15.1 illustrano ciò che viene definita "la regola dell'80%".

³ Infatti riscrivendo l'Equazione (15.9) come $(N+1)^2 - M(N-M+2)^2 \geq 0$ si vede che il lato sinistro è una parabola convessa in a con una delle due radici pari all'Equazione (15.10). Pertanto, essa è positiva per a sufficientemente grande (o sufficientemente piccola, ma tale caso è irrilevante).

Tabella 15.1 Condizioni necessarie per fusioni redditizie

N	5	10	15	20	25
$a(N)$	80%	81,5%	83,1%	84,5%	85,5%
M	4	9	13	17	22

Affinché una fusione sia redditizia, nell'ipotizzato semplice mondo di Cournot di domanda lineare e di costi identici costanti, è necessario che nel mercato si fonda almeno l'80% delle imprese. Il problema è che una fusione di questa portata non sarebbe mai consentita dalle autorità antitrust.

Esercizio 15.1

Supponete che la domanda per un servizio di pulizia di tappeti a Villasozza sia descritta da $P = 130 - Q$. Attualmente in zona ci sono 20 imprese identiche che puliscono tappeti. Il costo unitario di pulizia del tappeto è costante e uguale a € 30. Le imprese in questa industria concorrono nelle quantità.

- Mostrate che in un equilibrio di Cournot-Nash il profitto di ogni impresa è $\pi = 22,67$.
- Ora supponete che sei imprese dell'industria si fondano. Mostrate che il profitto di ogni impresa nel gioco di post-fusione di Cournot è $\pi = 39,06$. Mostrate che il profitto ottenuto dalle imprese fuse è insufficiente per compensare tutti gli azionisti/proprietari che possedevano le sei imprese originarie e guadagnavano un profitto da queste nel mercato pre-fusione.
- Mostrate che se si fondono meno di 17 imprese, il profitto delle imprese fuse non è abbastanza grande per compensare gli azionisti/proprietari delle imprese che si fondono.

Il paradosso della fusione è che molte, se non la maggior parte, delle fusioni orizzontali non sono redditizie quando sono viste attraverso le lenti del modello standard di Cournot. Tuttavia, come suggeriscono gli eventi degli anni '90 e gli anni più recenti, le fusioni orizzontali sembrano verificarsi sempre molto frequentemente. Quali aspetti delle fusioni del mondo reale il semplice modello di Cournot non è riuscito a cogliere? In alternativa, quale aspetto del modello di Cournot ha la responsabilità di questa previsione che sembra in contrasto con la realtà?

15.2 Le soluzioni al paradosso delle fusioni

L'aspetto critico del modello di Cournot che dà luogo al paradosso di fusione non è difficile da scoprire. Quando le imprese si fondono nel modello di Cournot le nuove imprese unite, dopo la fusione, si comportano proprio come le rimanenti imprese che non si fondono. Così, se in un'industria di tre imprese due si fondono, la nuova impresa concorre come duopolista. L'impresa che non si fonde in questo caso ha, dopo la fusione, una condizione uguale alle imprese fuse.

È ragionevole invece immaginare che per una fusione di notevoli dimensioni l'impresa che si è fusa di recente differisca in maniera sostanziale dalle sue concorrenti non fuse e che il mercato complessivo sia cambiato in modo da alterare il comportamento delle rivali.

In particolare, si consideri prima la possibilità di sinergie sui costi delle imprese che si fondono. Cosa accade al paradosso delle fusioni se viene meno l'ipotesi utilizzata in precedenza che le imprese fossero tutte uguali pre- e post-fusione? È abbastanza evidente che, se la fusione genera dei risparmi di costo importanti per le imprese che si fondono, il paradosso cade e le imprese trovano effettivamente profittevole fondersi. Questo vale chiaramente sia per i costi fissi sia per i costi variabili. È interessante anche discutere gli effetti di tali fusioni sul

benessere dei consumatori. Anche se la fusione risulta profittevole per le imprese, potrebbe non necessariamente esserlo per i consumatori. In effetti, da una parte è vero che la fusione porta a un aumento di efficienza in termini di minori costi di produzione (per esempio potrebbe venire chiuso l'impianto meno efficiente delle imprese che si sono fuse), dall'altra, però, la fusione riduce la concorrenza, come si è già visto. È possibile mostrare a questo proposito che i risparmi dei costi variabili necessari a rendere la fusione desiderabile anche per i consumatori dovrebbero essere irrealisticamente elevati.

Considerate un mercato con funzione di domanda pari a $P = 100 - Q$ e due imprese che competono sulle quantità con costi identici pari a $c = 0,5$. Immaginate che i manager delle due imprese che propongono una fusione sostengano che se le due imprese potranno fondersi, il costo marginale dell'impresa generata dalla fusione si abbasserà di $x\%$ rispetto a quello iniziale, grazie a miglioramenti di efficienza produttiva attribuibili alla fusione.

- Determinate il valore minimo di x che garantisca la profittabilità della fusione.
- Determinate il valore minimo di x che garantisca un aumento di benessere sociale grazie alla fusione.

Esercizio 15.2

Un'altra possibilità è che l'impresa generata dalla fusione sia diversa nel senso che la fusione e la dimensione dei suoi impianti la mettono nella condizione di operare come impresa leader di Stackelberg. Questa differenza è in grado di risolvere il paradosso? Per rispondere a questa domanda si ricordi che nel caso di competizione sulle quantità conviene essere leader e ci si perde a essere follower rispetto al caso di competizione simultanea. Da un lato è quindi chiaro che alcune imprese vorranno fondersi, se questo permette loro di acquisire leadership. D'altra parte è anche chiaro che a nessuno conviene stare a guardare diventando o rimanendo follower. Conviene piuttosto fondersi e diventare leader. Se queste semplici considerazioni risolvono chiaramente il paradosso delle fusioni, mostrano anche che le autorità di antitrust sono chiamate a vigilare perché una sequenza importante di fusioni può condurre a una riduzione molto significativa del livello di competizione e quindi a un aumento dei prezzi per i consumatori.

L'analisi delle fusioni fin qui è stata collocata nel quadro del modello di Cournot (concorrenza su quantità) per prodotti identici. Tuttavia, molte imprese si impegnano per differenziare i loro prodotti e questa differenziazione fornisce loro una certa libertà nello stabilire i prezzi. Pertanto, occorre prendere in considerazione anche gli incentivi e l'impatto delle fusioni nelle industrie in cui le imprese producono e commercializzano prodotti differenziati.

Nella concorrenza della quantità le funzioni di migliore risposta dell'impresa sono inclinate verso il basso, cioè le quantità sono sostituti strategici. Pertanto quando si presenta una fusione, le imprese non fuse aumentano i propri output in risposta all'output più basso prodotto dalla fusione. Questa risposta indebolisce l'efficacia della fusione. Invece, le funzioni di migliore risposta con la concorrenza nel prezzo sono inclinate verso l'alto: i prezzi sono complementi strategici. Una fusione che porta a un aumento nel prezzo delle imprese fuse incoraggerà anche le imprese non fuse ad aumentare i propri prezzi, rafforzando potenzialmente l'efficacia della fusione.

Nell'approfondimento presente sul sito web del volume sarà sviluppata questa intuizione in maniera più esplicita usando due differenti approcci alla differenziazione del prodotto. Il primo approccio è estendere la rappresentazione della domanda lineare standard delle preferenze del consumatore per incorporare la differenziazione del prodotto. Il secondo è adottare il modello spaziale di differenziazione orizzontale presentato nel Capitolo 7 e poi rivisitato nel Capitolo 9.

Nel primo caso si mostra che la fusione aumenta i prezzi di tutti i prodotti, come ci si potrebbe aspettare in quanto la fusione riduce le pressioni concorrenziali nel mercato. Per quanto concerne la profittabilità delle fusioni, con un modello simile a quello utilizzato nell'ap-



profondimento presente sul sito web del volume richiamato poco sopra, Davidson e Denekere (1986) mostrano che in un mercato contenente N imprese una fusione di $M \geq 2$ imprese è redditizia sia per le imprese fuse sia per quelle non fuse. Questa semplice struttura di fissazione del prezzo in un mercato di prodotti differenziati evita il paradosso della fusione, suggerendo che le fusioni sono redditizie ma anche di potenziale interesse per le autorità antitrust se non sono accompagnate da efficienza di costo, in quanto portano ad un aumento dei prezzi.

Nel modello spaziale una fusione tra due imprese può portare un aumento di profitto per ragioni simili. Sebbene fondersi per le imprese significhi perdere la propria identità individuale, esse non perdono la proprietà o il controllo delle varianti di prodotto che possono offrire. Per esempio, la fusione di due importanti banche, come Banca Intesa e la Sanpaolo IMI, risulta in una singola nuova entità. Tuttavia essa non richiede che la nuova impresa abbandoni le sedi in cui sia Banca Intesa sia Sanpaolo IMI attualmente operano o che perdano il controllo sulla scelta di trasferire quelle sedi. Nello stesso modo, alcuni anni fa l'acquisizione dell'Alfa Romeo da parte della Fiat non ha portato alla scomparsa della linea del prodotto Alfa Romeo.

Quando si considerano le linee di prodotto di un'impresa si trova una seconda fonte di aumento del potenziale profitto. Le imprese fuse ora possono coordinare non solo i prezzi, ma anche il design della loro linea di prodotto o la scelta delle sedi. La Fiat può ridisegnare la linea Alfa Romeo per adattarla meglio alla sua gamma completa di modelli. Nello stesso modo Banca Intesa e Sanpaolo IMI possono cambiare le sedi delle proprie filiali in quelle zone in cui ciascuna una volta gestiva un punto di vendita abbastanza vicino all'altro.

C'è un punto finale da mettere in evidenza. Qual è il motivo per cui le fusioni con la competizione di prezzo in un mercato di prodotti differenziato non s'imbattono nel paradosso della fusione, che ha caratterizzato le analisi precedenti con prodotti omogenei e competizione sulla quantità? La prima parte della risposta è già stata individuata. I prezzi sono complementi strategici mentre le quantità sono alternative strategiche. Con la competizione dei prezzi, perciò, le risposte strategiche delle imprese non fuse alle imprese fuse sono potenzialmente vantaggiose, mentre con la concorrenza della quantità sono potenzialmente dannose.

La seconda parte della risposta è ugualmente importante ed è collegata alla nozione di impegno credibile discusso nel Paragrafo 10.3. Il motivo per cui le fusioni sono redditizie nel contesto di prodotti spaziali o differenziati è che le imprese che si sono fuse possono impegnarsi in maniera credibile a produrre particolari gamme di prodotti - ovvero, l'impegno richiesto nel contesto spaziale è un impegno per sedi particolari o per continuare a vendere i prodotti delle imprese precedentemente indipendenti; invece, l'impegno necessario con la competizione dei prodotti omogenei e con la concorrenza di quantità deve essere in termini di livelli di produzione: le imprese che si fondono devono essere in grado di impegnarsi a un alto volume di output in seguito alla fusione. In generale ciò, però, non è credibile, perché un volume così alto di produzione non è la migliore risposta dell'impresa generata dalla fusione alla decisione output di Cournot da parte delle altre imprese. È chiaro, però, che se l'impresa fusa diventasse leader alla Stackelberg, allora l'impegno per un alto livello di output post-fusione diverrebbe credibile.

15.3 Le politiche pubbliche per le fusioni orizzontali

La politica economica statunitense in merito alle fusioni orizzontali è notevolmente cambiata negli ultimi 40 anni. In linea di massima, questo cambiamento si riflette nelle differenze tra le prime Merger Guidelines (linee guida per le fusioni) emesse dal Dipartimento di Giustizia nel 1968 e le Merger Guidelines attualmente in vigore. Sebbene si possa essere tentati di sintetizzare queste differenze come un passaggio da un regime molto severo a uno più permissivo, l'evoluzione della politica economica delle fusioni è diventata sempre più sofisticata e ciò rende maggiore la consapevolezza della complessità delle organizzazioni aziendali del mondo reale.

Le Merger Guidelines del 1968 dipendevano molto dalle strutture di mercato – in particolare dal rapporto di concentrazione a quattro imprese⁴ – per determinare l'ammissibilità di una proposta di fusione. Le fusioni sarebbero state contestate in qualsiasi industria in cui il rapporto di concentrazione a quattro imprese avesse superato il 75% e ciascuna delle imprese in procinto di fondersi avesse avuto una quota di mercato inferiore al 4%. Nei mercati con un rapporto di concentrazione a quattro imprese sotto il 75%, le fusioni sarebbero state contestate se ciascuna delle due imprese avesse avuto delle quote di mercato del 5% o più. Perciò, secondo le Guidelines del 1968, una quota complessiva inferiore al 10% sarebbe stata sufficiente in molti casi a far sì che si contestasse una fusione.

L'approccio adottato nel 1968 rifletteva molti anni di lavoro empirico all'interno dello schema SCP. Il disagio crescente degli economisti con quello schema è stato descritto nel Capitolo 1. Dalla metà degli anni '60, gli economisti si sono preoccupati sempre più per la rigidità con cui le autorità sembravano applicare il paradigma SCP. Le Guidelines del 1968 furono poi abbandonate quando il Dipartimento di Giustizia emise una nuova serie di Merger Guidelines nel 1982.

Sotto le nuove regole il riferimento al rapporto di concentrazione a quattro imprese fu abbandonato in favore dell'Indice di Herfindahl-Hirschman (HHI).⁵ La soglia d'intervento diventò un HHI di 1800 (un po' più concentrata di un'industria costituita da sei imprese della stessa dimensione). Le fusioni nelle industrie meno concentrate sarebbero state contestate solo se avessero aumentato l'HHI di oltre cento punti e, contemporaneamente, solo se l'HHI dell'industria avesse già superato il valore di mille. Gli emendamenti successivi alle Guidelines nel 1984, 1992 e 1997 riducevano ancora di più le restrizioni sulle fusioni specificando ed espandendo la capacità della fusione di generare efficienze di costo come giustificazione per la fusione.

Alla base di questi sviluppi c'era una consapevolezza sempre maggiore della moderna teoria dell'organizzazione industriale, come pure un crescente insieme di dati empirici che suggerivano che molte fusioni non minacciassero la concorrenza come sostenuto nel paradigma del SCP.

Il cambio d'atteggiamento espresso dalle Guidelines del 1982 ha portato all'autorizzazione di molte più fusioni. Queste hanno incluso le più importanti unioni come Union Pacific e Southern Pacific (ferrovie), AOL e Time Warner (telecomunicazioni), Chase Manhattan e J.P. Morgan (finanza), Exxon e Mobil e anche British Petroleum e Amoco (entrambe fusioni nel settore del petrolio), Westinghouse e Infinity Broadcasting (radio), Aetna e US Healthcare (servizi sanitari), MCI e WorldCom (telecomunicazioni) e Maytag e Whirlpool (macchine per lavanderia) tra le altre. Molte di queste fusioni sono state controverse e quasi tutte hanno sollevato problemi sulla concorrenza, ma, nonostante ciò, sono state approvate – come molte altre.

Per quanto concerne il panorama europeo, le concentrazioni sono divenute oggetto esplicito della normativa antitrust con notevole ritardo, essendo contemplate inizialmente solo dal Regolamento 40064/89. Fino al nuovo Regolamento 139/2004, la politica comunitaria è stata talvolta insoddisfacente. Le ragioni principali furono: l'aver inizialmente associato i limiti di concentrazione alla presenza di dominanza (pre-fusione) di una delle imprese coinvolte; l'ambiguità che ha caratterizzato la valutazione dei potenziali guadagni di efficienza delle fusioni.

Il nuovo Regolamento ha posto rimedio a questi iniziali problemi e per alcuni versi riflette il cambio di tendenza registrato con le nuove Guidelines statunitensi. In particolare, si è abbandonato il criterio necessario della dominanza per passare a una valutazione basata sulla riduzione della concorrenza. Oltre a ciò, il Regolamento e le sue linee guida specificano con dettaglio la fattispecie dei guadagni di efficienza che possono rendere ammissibile una fusione, richiedendo esplicitamente la conseguenza che i guadagni si traducano anche in una riduzione

⁴ Si rinvia al Paragrafo 3.1 per una discussione sui rapporti di concentrazione.

⁵ Per una discussione del HHI si rinvia di nuovo al Paragrafo 3.1.



Un caso reale 15.1

Ma la marca di quell'omogeneizzato è scomparsa?

La riduzione dei costi è sempre stata una possibile giustificazione per le fusioni orizzontali. L'intuizione è che mentre ci potrebbe essere un potenziale danno per i consumatori dato dal potere di mercato che la fusione crea, questo spesso sarà controbilanciato dal calo dei prezzi reso possibile dalla fusione. La valutazione della giustificazione basata sull'efficienza dei costi è perciò importante, ma è anche complessa. Accanto al problema di quanto possa essere reale il risparmio nei costi, c'è l'ulteriore problema di verificare se questo si traduce in riduzione dei prezzi.

Si consideri la proposta di acquisizione di Beech-Nut Baby Food da parte di Heinz nel 2001. Insieme a Gerber, queste due società controllavano la maggior parte del mercato del cibo in vasetti o preparato per bambini. Gerber era l'impresa gigante con una quota di mercato tra il 65 e 70%. Il restante 30-35% era equamente diviso tra Heinz e Beech-Nut.

La FTC americana cercò di bloccare la fusione sostenendo che essa avrebbe diminuito in maniera significativa la concorrenza dell'industria del cibo per l'infanzia. Heinz e Beech-Nut risposero che la fusione in realtà avrebbe aumentato la concorrenza. La loro analisi contava molto sul risparmio dei costi. In breve, le parti della fusione sostenevano che Beech-Nut godesse di un'immagine di marchio superiore, ma utilizzasse tecniche di produzione vecchie e costose rispetto a Heinz. Sostenevano, inoltre, che la fusione avrebbe permesso alle due imprese di offrire un singolo prodotto di alta qualità come quello di Beech-Nut, ma al costo più basso di Heinz. Di conseguenza, questo prodotto avrebbe permesso all'impresa fusa di esercitare una vera pressione su Gerber, il gigante dell'industria. Data l'enorme dimensione della Gerber e la sua quota di mercato, una diminuzione dei suoi prezzi avrebbe portato grandi guadagni ai consumatori.

Heinz e Beech-Nut sostennero le loro dichiarazioni con dati statistici. Usando un modello dell'industria del cibo per l'infanzia simile nello spirito al modello spaziale circolare, le due imprese fornirono simulazioni del mercato post-fusione che presentavano un calo dei prezzi nel cibo per bambini. Queste simulazioni asserirono un risparmio di costo del 15% e suggerirono che una quota compresa tra il 50 e il

100% di questi risparmi sarebbe passata ai consumatori come calo dei prezzi.

L'affermazione che i consumatori godano di molto del risparmio di costo dipende in maniera critica dalla natura della competizione nel mercato post-fusione. Come notato, Heinz e Beech-Nut ipotizzarono che il mercato potesse essere descritto come mercato spaziale del tipo usato in questo capitolo. In realtà, la differenziazione orizzontale non è l'unico tipo di differenziazione del prodotto che si osserva. Un approccio alternativo è vedere il mercato come verticalmente differenziato (Capitolo 7), con ogni marchio che rappresenta un livello diverso di qualità e con i consumatori che si differenziano per quanto sono disposti a pagare per la qualità. In quest'ottica Gerber fornirebbe la qualità più alta, seguita da Beech-Nut, mentre Heinz (nota come marchio discount) si posizionerebbe all'ultimo posto. In questa disposizione è la qualità di Beech-Nut che concorre direttamente con il marchio di eccellenza Gerber. Se questo è il caso, allora Heinz e Beech-Nut hanno un forte incentivo a interrompere il marchio Beech-Nut dopo la fusione. Questo permetterebbe alle imprese post-fusione di indebolire la concorrenza di prezzi nel mercato producendo il marchio che è massimamente differenziato (il più lontano) dalla Gerber. In questo caso i consumatori sarebbero danneggiati in due modi: non solo i prezzi aumenterebbero, ma anche i consumatori subirebbero una perdita nella scelta, venendo eliminato dal mercato un marchio. Inoltre, l'eliminazione di un marchio dal mercato post-fusione significa che la domanda stimata per il mercato pre-fusione (quella che dipendeva dalla Heinz e Beech-Nut nelle loro simulazioni) può non essere rilevante. Norman, Peppall e Richards (2002) mostrano che il problema precedente è molto reale. Infatti, gli studiosi dimostrano che, a prescindere da quale sia il risparmio dei costi, una fusione di due marchi di qualità inferiore porterà sempre all'eliminazione del marchio di qualità più alta tra i due e a un aumento dei prezzi sui rimanenti marchi. Gli studi degli economisti stabiliscono che questo è vero quando esiste una potenziale competizione da parte di un nuovo concorrente.

Fonti: G. Norman, L. Pepall, and D. Richards, "Product Differentiation, Cost-Reducing Mergers, and Consumer Welfare," *Canadian Journal of Economics*, 38 (Novembre, 2005), 1204-23. Si veda anche, J. Baker "Efficiencies and High Concentration: Heinz Proposes

to Acquire Beech-Nut (2001)," in J. Kwoka and L. White, eds., *The Antitrust Revolution*, Oxford University Press, Oxford, 2004, 150-69; and Gandhi, et al. (2007), "Post-Merger Product Repositioning," *Journal of Industrial Economics*, 2008; 56(1):49-67.

dei prezzi per i consumatori e in miglioramenti di varietà e qualità. Il Regolamento, infine, chiarifica il principio di sussidiarietà in base al quale divengono di rilevanza comunitaria le fusioni che coinvolgono imprese operanti come attori determinanti sul mercato europeo.

La politica pubblica sulle fusioni si è avvalsa sempre più di tecniche empiriche sofisticate per valutare i parametri chiave di mercato e per poi usare questi parametri per modellare il più probabile scenario post-fusione. Si descrive in breve questo processo di simulazione di fusione in un apposito approfondimento presente sul sito web del volume.

Oltre a una maggiore fiducia nell'analisi econometrica e nei modelli economici, i *policy maker* considerano due aspetti che possono portare ad approvare fusioni orizzontali nonostante alcuni evidenti problemi di antitrust. Innanzitutto, le autorità antitrust hanno usato sempre più un approccio basato su rimedi preventivi riguardo alle proposte di fusione. Questo metodo, di solito, si concentra nel costringere le imprese che intendono fondersi a esternalizzare alcune attività, concedendole a una terza impresa per assicurare il mantenimento delle pressioni competitive. Se, per esempio, le due imprese operano in diverse città del Paese, ma in una città sono le uniche due fornitrici, allora lo Stato può permettere la fusione purché una delle imprese ceda le sue attività nella città in questione a una nuova impresa rivale che le subentri. Questo principio fu applicato in entrambe le fusioni del petrolio sopracitate ed è spesso usato nel caso di fusioni dei media, nel qual caso alle imprese giornalistiche e televisive è richiesto di vendere le loro attività in alcune sedi prima di accordare il permesso di concludere la fusione.

La cessione delle attività presenta però dei problemi. Cabral (2003) nota che la cessione permette alle imprese fuse di determinare la posizione d'ingresso per i nuovi concorrenti. Si pensi al modello spaziale circolare descritto in precedenza: se due imprese si fondono, ma vendono la sede di alcuni dei loro negozi a una nuova concorrente precedentemente esclusa, significa che la nuova impresa entra nella stessa localizzazione dove già operava un'impresa, piuttosto che in un'altra localizzazione sulla circonferenza che sarebbe stata migliore per i consumatori. Inoltre, le imprese possono comportarsi in maniera strategica per ridurre la minaccia concorrenziale presentata da localizzazioni cedute. Questo è accaduto nel 1995 quando la Schnucks Markets, una catena di supermercati, acquistò la National Food Markets, che era la maggiore concorrente della Schnucks nella zona di St. Louis. La fusione fu approvata quando Schnucks accettò di cedere 24 supermercati nella zona di St. Louis per l'anno seguente. Tuttavia, nessun acquirente immediato fu identificato. Schnucks allora cominciò a dismettere i magazzini e a rovinarli; chiuse gli uffici; tenne i punti vendita con personale insufficiente e indirizzò i clienti agli altri punti vendita Schnucks che non erano stati ceduti. Presto le vendite nei magazzini dismessi subirono un calo di circa un terzo e, di conseguenza, sollevarono una minaccia concorrenziale minore nei confronti degli altri punti vendita che la nuova impresa Schnucks/National continuava a operare. In parte fu una risposta a questo caso che portò la FTC (Federal Trade Commission) a pretendere che l'acquirente degli impianti produttivi dismessi fosse nominato in anticipo e che l'impresa subentrante avesse una conoscenza dell'industria tale da essere effettivamente un concorrente efficace.

Una seconda procedura, alternativa, è stata approvare le fusioni vincolando i comportamenti delle imprese che si fondono e poi seguire questo accordo con il controllo attivo da parte degli enti governativi. Tipicamente, questi accordi consensuali richiedono che le imprese agiscano in maniera specifica ed evitino alcune pratiche. Nel controllare questi ac-



cordi, gli enti regolatori possono sempre fare affidamento su una fonte attendibile di aiuto esterno, cioè i concorrenti delle imprese fuse e altre parti che si opponevano alla fusione. Esse sono sempre rapide nel riferire violazioni all'accordo consensuale. Dal 1992, il numero di decreti consensuali emessi dall'FTC e dal Dipartimento di Giustizia è aumentato notevolmente.

Altre modifiche sulle linee guida per le fusioni sono poi apparse in seguito. Una recente importante modifica del 1997 permette di fare maggiore affidamento su documentate riduzioni dei costi come giustificazione per una fusione. Con questi cambiamenti le autorità antitrust hanno indicato una volontà maggiore di giudicare una fusione pro-competitiva se genera una riduzione di costi che probabilmente genera una riduzione dei prezzi al consumatore. Come è stato già notato, comunque, molte analisi hanno scoperto che la riduzione dei costi necessaria per produrre una riduzione dei prezzi è notevole. Questo potrebbe essere il motivo per cui le proposte di acquisizioni della Beech-Nut, cibo per bambini, da parte della Heinz Corporation (si veda il box *Un caso reale 15.1*) furono negate. Perciò le implicazioni complete dell'emendamento sull'efficienza dei costi del 1997 sono ancora da identificare.

Occorrerebbe anche notare che le efficienze di costo generate dalla fusione non sempre sono vantaggiose una volta considerata la possibilità di entrata nel mercato. Se una fusione produce costi marginali più bassi, allora qualsiasi potenziale nuovo entrante saprà che, *se entra*, la competizione in prezzo sarà relativamente dura. Se il nuovo concorrente ha dei costi fissi, il mercato dovrà essere più grande affinché l'ingresso sia redditizio. In altre parole: per una data dimensione di mercato le fusioni che generano un'efficienza di costo rendono l'ingresso post-fusione meno probabile. Perciò, i risparmi di costo possono avere due effetti sul prezzo. Uno è la pressione verso il basso dei prezzi esercitata dai costi più bassi, mentre l'altro è la pressione verso l'alto esercitata dalla ridotta probabilità di ingresso di concorrenti. Cabral (2003) mostra che è possibile che il primo superi il secondo.

15.4 Le fusioni verticali e conglomerali

Nell'autunno del 2000, la General Electric (GE) e la Honeywell International annunciarono la loro fusione, con l'acquisizione della Honeywell da parte della GE. La GE è la nota impresa con ricavi annui superiori ai 100 miliardi di dollari; le sue attività interessano tutti i settori, da quello dell'illuminazione e degli elettrodomestici a quello dei programmi televisivi (possiede la NBC) e dei servizi finanziari. Inoltre, l'impresa è anche uno dei principali fornitori di motori jet per aerei commerciali, in concorrenza, fra le altre, con la Rolls Royce e la Pratt-Whitney. La Honeywell, invece, inizialmente era leader nel settore del controllo termico e ambientale ma, con il passare del tempo, si è trasformata in una delle principali imprese aerospaziali, annoverando fra i suoi prodotti: impiantistica elettrica, impianti di ventilazione e sistemi frenanti per aerei, motorini di avviamento per aeromobili del tipo prodotto dalla GE. Sebbene la trattativa fu approvata negli Stati Uniti, nel luglio del 2001 la Commissione Europea, su indicazione del commissario europeo alla concorrenza, Mario Monti, bloccò la fusione.



La proposta di fusione fra la GE e la Honeywell rappresentava un connubio fra prodotti complementari: più motori aerei vendeva la GE, più motorini di avviamento e altri componenti per aerei poteva vendere la Honeywell. La fusione tra GE e Honeywell è una fusione verticale. Spesso le fusioni verticali sono costituite da imprese che operano a diversi livelli della catena di produzione: per esempio, un grossista e un dettagliante. Tuttavia, il rapporto che intercorre fra un'impresa a monte e un'impresa a valle è qualitativamente lo stesso che intercorre fra la Honeywell e la GE, oppure quello fra hardware e software dei computer, o fra dadi e bulloni, o fra zinco e rame, che vengono fusi per formare l'ottone: in tutti questi casi, due o più prodotti vengono combinati per formare il prodotto o il servizio finale. Poiché un rapporto a monte-a valle è soltanto uno dei tanti rapporti complementari che possono esistere tra imprese, l'espressione "fusione verticale" ha finito con l'assumere il significato più generico di fusione tra due imprese che producono beni complementari.

Un caso reale 15.2

Allora, di chi è il benessere?

Nel gennaio 2003, un tribunale federale canadese sostenne la decisione del Tribunale della Concorrenza di quel Paese di autorizzare la fusione della Superior Propane con la IGC Propane, i due principali produttori nel mercato del gas propano, entrambe con base a Calgary. Questo fu l'atto finale di un percorso durato cinque anni in cui il tribunale e infine le corti respinsero la richiesta del Canadian Competition Bureau, il principale ente canadese di applicazione dell'antitrust, di bloccare la fusione.

La questione che mantenne in vita il processo Superior/IGC per molti gradi di giudizio fu il problema di un modello adeguato per giudicare le fusioni. L'articolo 96 del Canadian Competition Act (CCA) riporta che le fusioni dovrebbero essere permesse se hanno come conseguenza l'efficienza di costo "che sarà maggiore e controbilancerà gli effetti di qualsiasi impedimento o diminuzione della concorrenza" che la fusione possa creare. In effetti, questa clausola sembra affermare che le fusioni dovrebbero essere giudicate sulla base del loro impatto sul surplus totale, produttore più consumatore. Questo è in netto contrasto con gli approcci statunitensi ed europei che pongono un'enfasi primaria all'impatto delle fusioni sul surplus del consumatore solamente. In entrambi i contesti l'efficienza dei costi prodotta dalla fusione può aiutare a giustificare una fusione, ma negli Stati Uniti questa efficienza deve essere percepita dal consumatore laddove la struttura canadese richiede solo che si verifichino i risparmi dei costi. Se questi hanno come conseguenza profitti maggiori o un maggiore surplus del consumatore non è rilevante.

La questione del surplus rilevante fu particolarmente importante nel processo Superior/IGC perché non c'era dubbio che la fusione conferisse un notevole potere di mercato alle società fuse. Insieme le due avrebbero controllato oltre il 70% del mercato di propano. Inoltre, c'era un consenso diffuso che questo potere si sarebbe tradotto in un incremento dei prezzi dell'ordine del 9%. La perdita secca stimata derivante da questo aumento dei prezzi era di circa 3 milioni di dollari. Tuttavia a fronte di questa perdita ci si aspettava un incremento nel profitto per le due imprese sti-

mato in 29 milioni di dollari. Pertanto era cruciale determinare se l'apparente appoggio del CCA del surplus totale come standard fosse in realtà la giusta interpretazione della legge. Come indicato sopra, la decisione del tribunale con il sostegno della Corte appoggiò quel punto di vista.

Molti economisti sostengono il criterio del surplus totale. Esso è radicato nella definizione economica di efficienza e può essere presentato con chiarezza e certezza a tutte le parti coinvolte in un caso di fusione. Quale giustificazione può esistere allora per gli approcci americani (ed europei) che si concentrano essenzialmente solo sul surplus del consumatore?

A parte i problemi redistributivi, ci sono almeno due argomentazioni a favore dello standard basato sul solo surplus del consumatore. Innanzitutto, come notato nel testo, le imprese fuse possono esagerare l'efficienza di costo derivante dalla fusione. Concentrandosi solo sul surplus del consumatore si riducono gli incentivi a farlo, poiché i profitti che deriveranno da un tale risparmio dei costi non serviranno a giustificare la fusione. Poiché i consumatori non sono ben rappresentati, in queste cause ci possono essere motivi nel dare meno peso alle dichiarazioni dei produttori. Secondo, anche quando il surplus totale è reale rilevante per sé, concentrarsi sul surplus del consumatore può dimostrarsi un'utile criterio selettivo. Si supponga che un'impresa stia considerando due differenti fusioni. Ciascuna aumenterà il surplus totale di X . Tuttavia, la prima aumenterà il surplus del produttore di $X + e$ mentre ridurrà il surplus del consumatore di e . Invece, la seconda fusione aumenterà sia il surplus del produttore sia quello del consumatore di $X/2$. Con uno standard di surplus totale l'impresa sceglierà la prima fusione. Con uno standard di surplus solo del consumatore, sceglierà la seconda. In breve, un criterio basato sul surplus del consumatore può servire come utile strumento per guidare la scelta delle possibilità di fusione dell'impresa anche quando il surplus totale è l'obiettivo reale.

Fonte: T. Ross and R. Winter, "Canadian Merger Policy following Superior Propane," *Canadian Competition Record* (2003).

Nel Paragrafo 6.4, si è mostrato che la produzione disgiunta di beni complementari, ciascuno dei quali prodotto da un'impresa con potere di monopolio, riduce i profitti congiunti delle due imprese e impone una perdita di efficienza sia alle imprese sia ai consumatori. L'intuizione che sta alla base di questo risultato è semplice. La decisione riguardante il prezzo da parte di ciascuna delle imprese impone un'esternalità all'altra impresa. Un prezzo elevato per l'hardware del computer fa ridurre la domanda di PC; fa ridurre anche la domanda di programmi e sistemi operativi. Il produttore di hardware tiene conto del primo effetto, ma non del secondo. Lo stesso avviene, ovviamente, viceversa: il produttore di software non tiene conto dell'impatto che la sua scelta del prezzo avrà sulla domanda dell'hardware. Nell'equilibrio di Nash non cooperativo, i prezzi di entrambi i beni sono troppo elevati. Se, per esempio, l'impresa produttrice di hardware riducesse i propri prezzi, tale riduzione comporterebbe un aumento della domanda e dei profitti per l'impresa produttrice di software. Ma dal momento che l'impresa produttrice di hardware non riceverebbe nessuno di questi profitti supplementari, ha un minore incentivo a ridurre il prezzo, il che suggerisce che, cooperando, entrambe le imprese abbasserebbero i prezzi e otterrebbero risultati economici migliori. Anche i consumatori ne trarrebbero beneficio, in termini di riduzione dei prezzi.

Uno dei modi che le due imprese hanno a disposizione per raccogliere i frutti della cooperazione in termini di profitti ed efficienza è operare una fusione: la fusione, infatti, creando un'unica entità decisionale, consente all'esternalità di essere internalizzata. L'impresa combinata, produttrice di hardware e software, massimizzerà i propri profitti totali riducendo i prezzi di entrambi i prodotti complementari, in modo tale da massimizzare i profitti congiunti derivanti da ciascuno di essi. Ogni volta che le imprese con potere di monopolio producono prodotti complementari, esse sono fortemente incentivate a operare una fusione oppure a escogitare qualche altro modo per assicurare che vi sia cooperazione nella produzione e nella fissazione dei prezzi dei beni complementari.

Esattamente gli stessi problemi di cooperazione sorgono quando le complementarità influiscono sul fatto che le imprese occupano livelli diversi nella catena di produzione verticale, il che è importante in quanto fa luce sugli effetti prodotti dalle fusioni verticali sulla concorrenza e quindi sul benessere del consumatore. Negli anni '80 la presa di coscienza del fatto che le fusioni verticali possano generare guadagni in termini di efficienza portò a una sorta di rivoluzione nella politica antitrust relativa alle fusioni verticali. Nei decenni precedenti al 1980, le fusioni verticali erano spesso viste come anticoncorrenziali per il timore che esse facilitassero le preclusioni dal mercato, ossia che l'impresa a monte, dopo la fusione, si rifiutasse di fornire il suo prodotto ad altre imprese a valle, facendole così uscire dal mercato o creando barriere all'entrata per loro svantaggiose.

Questa visione negativa delle fusioni verticali fu in particolar modo contestata dagli economisti della Scuola di Chicago, i quali sostenevano che le fusioni verticali potessero anche essere considerate come un modo per ottenere efficienze legate a complementarità e che "l'integrazione verticale fosse più probabilmente pro-concorrenziale o neutrale" (Riordan, 1998, p. 1232). Negli anni '80, l'approccio della Chicago School cominciò a farsi strada nei tribunali e le fusioni verticali furono trattate in modo sempre più benevolo dalle autorità antitrust. Tuttavia, entro la metà degli anni '90, la bilancia cominciò nuovamente a pendere dall'altra parte. Fu in questo periodo che nacque l'approccio post-Chicago, che utilizza gli strumenti della teoria dei giochi per costruire modelli nuovi - e coerenti dal punto di vista logico - di fusioni verticali di nuovo potenzialmente dannose per i consumatori. Questa controrivoluzione portò all'esame minuzioso di un gran numero di concentrazioni verticali, ivi compresa, per esempio, la fusione tra la GE e la Honeywell.

15.4.1 Le fusioni verticali pro-concorrenziali

Quando le imprese occupano fasi diverse del flusso produttivo, di solito vengono indicate con l'espressione "a monte" quelle più lontane dal consumatore finale del prodotto e con "a valle" quelle più vicine. Si prendano, per esempio, le imprese cinematografiche e le sale cine-

matografiche: in questo caso, l'impresa cinematografica è quella *a monte*, mentre la sala cinematografica quella *a valle*. Fra produttori e venditori al dettaglio intercorre un analogo rapporto a monte-a valle. È utile vedere queste relazioni nell'ottica della complementarità: ciascuna impresa della catena verticale offre un servizio essenziale alle altre imprese della catena. Le relazioni verticali tra due imprese, ciascuna delle quali con potere di monopolio, in assenza di meccanismi per coordinare le decisioni delle due imprese, comportano una perdita di efficienza economica. Nel caso di imprese collegate verticalmente, questo problema prende il nome di *doppia marginalizzazione*, di cui qui di seguito si fornisce un'illustrazione dettagliata.

Si supponga di avere un unico fornitore a monte, il produttore, che vende un unico prodotto a un'unica impresa a valle, il dettagliante. Il produttore produce il bene al costo unitario costante c e lo vende al dettagliante a un prezzo all'ingrosso r . Il dettagliante rivende il prodotto ai consumatori al prezzo di equilibrio di mercato P . Per semplicità, si ipotizzi che il dettagliante non sostenga costi di distribuzione. La domanda del consumatore per il bene è descritta dalla solita funzione di domanda inversa lineare $P = A - BQ$, ipotizzando ovviamente che $c < A$.

Dato che il dettagliante acquista Q unità dal produttore al prezzo all'ingrosso r e rivende queste Q unità ai consumatori al prezzo $P = A - BQ$, il profitto del dettagliante è:

$$\Pi^D(Q, r) = (P - r)Q = (A - BQ)Q - rQ \quad (15.11)$$

Il dettagliante massimizza i profitti uguagliando il ricavo marginale al costo marginale. Il ricavo marginale è $R' = A - 2BQ$ e il costo marginale è r . Uguagliando questi due termini, si ottiene l'output ottimale a valle:

$$Q^D = (A - r)/2B \quad (15.12)$$

Sostituendo questa espressione nella funzione di domanda si ottiene il prezzo di equilibrio di mercato al dettaglio $P^D = (A + r)/2$. Dall'Equazione (15.1), i profitti del dettagliante sono perciò $\Pi^D = (A - r)^2/4B$. Questi risultati sono illustrati nella Figura 15.2.

Come si comporterà il produttore? Quale prezzo all'ingrosso dovrebbe applicare? Dall'Equazione (15.2) appare evidente che il prezzo all'ingrosso determina il numero di unità che il fornitore a monte è in grado di vendere al dettagliante. Al prezzo all'ingrosso r , il dettagliante sceglie di vendere $Q^D = (A - r)/2B$ unità. Il dettagliante deve acquistare questo numero di unità dal produttore. In altre parole, $Q = (A - r)/2B$ è la curva di domanda alla qua-

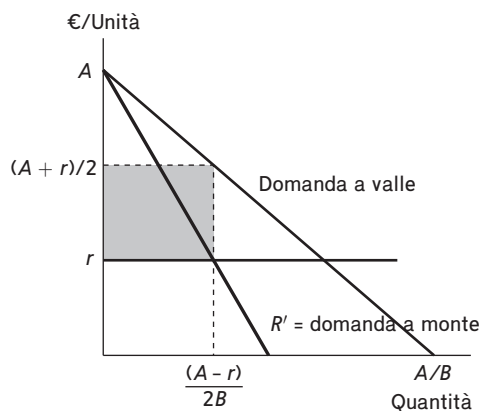


Figura 15.2 Prezzo ottimale del dettagliante indipendente come funzione del prezzo all'ingrosso del produttore, r . Al prezzo all'ingrosso r il dettagliante fisserà un prezzo al dettaglio $P = (A + r)/2$ per massimizzare i profitti. I profitti totali al dettaglio sono indicati dall'area ombreggiata.

le il produttore a monte fa fronte. Essa descrive la relazione tra il prezzo all'ingrosso r fissato dal produttore e la quantità del suo prodotto richiesta dal dettagliante. Ma ciò significa che, *quando il dettagliante non ha costi marginali oltre al prezzo degli input applicato dal produttore, la domanda inversa che affronta il produttore a monte al prezzo all'ingrosso r è $r = A - 2BQ$, che è anche la funzione di ricavo marginale che affronta il dettagliante.*⁶

Esercizio 15.3

La curva di domanda inversa di mercato che affronta un dettagliante monopolista di braccialetti di oro è descritta da $P = 3000 - Q/2$. Il dettagliante acquista i braccialetti di oro al prezzo all'ingrosso r , stabilito dal produttore, e non sostiene altri costi. Dimostrate che la curva di domanda inversa che il produttore affronta è $r = 3000 - Q$. Supponete invece che il dettagliante abbia dei costi marginali aggiuntivi (manodopera ecc.) pari a c^P . Dimostrate che la curva di domanda inversa che il produttore affronta è $r = (3000 - c^P) - Q$.

È possibile ora derivare il prezzo che massimizza i profitti al quale il produttore fa pagare il proprio prodotto. Molto semplicemente, il produttore uguaglia il costo marginale con il ricavo marginale. La curva di domanda inversa per il produttore è $r = A - 2BQ$, quindi la curva di ricavo marginale per il produttore è $R' = A - 4BQ$. Uguagliandola al costo marginale, c , si ottiene l'output che massimizza i profitti e il prezzo all'ingrosso, che sono rispettivamente:

$$Q^P = \frac{A - c}{4B} \quad \text{e} \quad r^P = \frac{A + c}{2} \quad (15.13)$$

Quest'analisi è illustrata nella Figura 15.3. Quando il produttore a monte fissa il prezzo $r^P = (A + c)/2$, il dettagliante a valle fa pagare un prezzo $P^D = (A + r^P)/2 = (3A + c)/4$. Il dettagliante vende $Q^D = (A - c)/4B$ unità, che ovviamente corrispondono esattamente alla quantità che il produttore a monte prevedeva di vendere stabilendo per primo il prezzo a monte $r^P = (A + c)/2$. I profitti del produttore, indicati nella Figura 15.3 con l'area om-

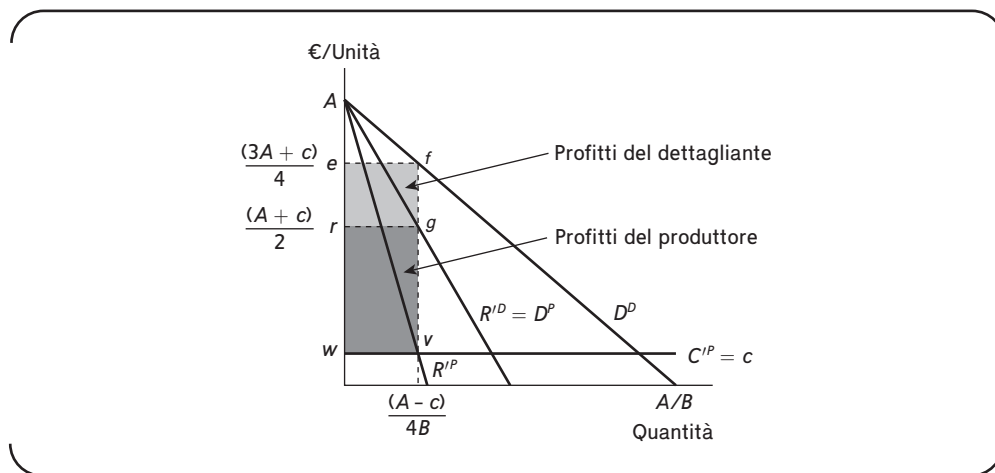


Figura 15.3 Massimizzazione dei profitti a monte e a valle in assenza di integrazione verticale. La curva di ricavo marginale del dettagliante R'^D è la curva di domanda del produttore D^P . La doppia marginalizzazione si produce quando il produttore stabilisce il suo prezzo ottimale all'ingrosso $r = (A + c)/2$ superiore al costo marginale c , dopo di che il dettagliante aggiunge un ulteriore ricarico fissando un prezzo al dettaglio $P = (3A + c)/4$. I profitti del dettagliante sono indicati dall'area $refg$, mentre quelli del produttore dall'area $wrgv$.

⁶ Se, invece, il dettagliante ha costi marginali supplementari pari a c^P , la domanda inversa alla quale il produttore fa fronte è $(A - c^P) - 2BQ$. Si veda l'Esercizio 15.3.

breggiata in modo più marcato *wrgv*, sono $\Pi^P = (A - c)^2/8B$, mentre i profitti del dettagliante, indicati con l'area ombreggiata in modo meno marcato *refg*, sono $\Pi^D = (A - c)^2/16B$. I profitti congiunti delle due imprese, ovviamente, corrispondono alla somma di queste due aree, $3(A - c)^2/16B$.

Si supponga ora che le due imprese operino una fusione, per cui il produttore diventa il reparto a monte di un'impresa integrata che vende il suo output al reparto vendita al dettaglio a valle della stessa società madre. Il bene è ancora prodotto al costo marginale costante c . Questo di fatto trasforma l'impresa integrata in un monopolista il cui obiettivo è massimizzare i profitti tramite la scelta del prezzo al dettaglio P . Tali profitti corrispondono esattamente alla differenza fra ricavo totale PQ e costo totale cQ , ossia $\Pi^I = (A - BQ) - cQ$.

La curva di ricavo marginale dell'impresa integrata corrisponde esattamente alla curva del ricavo marginale del dettagliante non integrato, $R^I = A - 2BQ$. Uguagliando con il costo marginale c si ottiene l'output che massimizza i profitti dell'impresa integrata, $Q^I = (A - c)/2B$. Sostituendolo nella curva di domanda inversa, si ottiene quindi il prezzo al dettaglio ai consumatori, $P^I = (A + c)/2$.

La fusione fra produttore e dettagliante comporta che ai consumatori venga applicato un prezzo inferiore; di conseguenza, l'impresa risultante dalla fusione vende una quantità maggiore di prodotto rispetto a quella venduta dalle due imprese indipendenti. Ma la fusione è redditizia? La risposta è affermativa: i profitti guadagnati dall'impresa integrata sono $\Pi^I = (A - c)^2/4B$, ossia maggiori del 25% rispetto ai profitti aggregati prima della fusione del produttore e del dettagliante che, come si è visto, erano $3(A - c)^2/16B$. Dal punto di vista del benessere sociale, l'integrazione dei due monopoli ha arrecato a tutti dei benefici: i profitti totali sono aumentati così come anche il surplus del consumatore, in quanto una quantità maggiore di prodotto viene venduta a un prezzo inferiore.

I guadagni derivanti da questa fusione verticale sono illustrati nella Figura 15.4. I profitti del dettagliante prima della fusione, l'area *refg*, vengono ora ridistribuiti ai consumatori sotto forma di surplus. Inoltre, i consumatori guadagnano l'area *fgi*. I profitti del produttore sono raddoppiati, passando dall'area *wrgv* a quella *wrib*, il che compensa ampiamente la perdita dei profitti del dettagliante.

La fusione delle imprese collegate verticalmente genera complessivamente un guadagno in termini di efficienza in quanto consente di coordinare attività distinte (fissazione del prezzo al dettaglio e del prezzo all'ingrosso), ma collegate, e quindi di internalizzare l'esternalità che

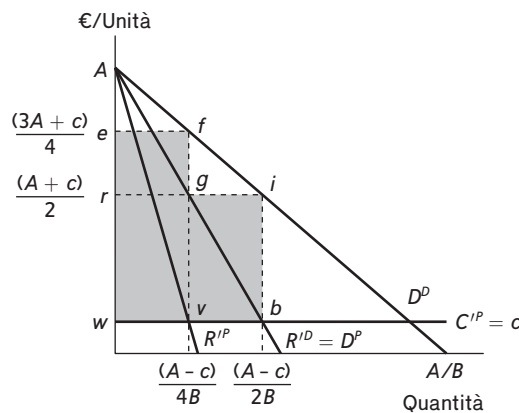


Figura 15.4 Massimizzazione dei profitti a monte e a valle in presenza di integrazione verticale. Un produttore-dettagliante integrato fissa un prezzo al dettaglio per i consumatori $P = (A + c)/2$. L'area *refg*, che rappresentava i profitti per un dettagliante non integrato, diventa ora parte del surplus del consumatore. Tuttavia, l'aumento del volume delle vendite genera un guadagno in termini di profitti, che compensa abbondantemente la perdita, indicato dall'area *gibv*. I profitti totali per l'impresa integrata sono indicati dall'area *ribw*.

ciascuna di esse impone all'altra. In mancanza di coordinazione, il prezzo del prodotto finale soffre di una doppia marginalizzazione: il produttore indipendente alza il prezzo all'ingrosso, il dettagliante a sua volta peggiora tale distorsione fra prezzo e costo con un ulteriore ricarico sul prezzo praticato al consumatore. Su questo si basa il vecchio adagio: "Che cos'è peggio di un monopolio? Una catena di monopoli!".

Esercizio 15.4

Supponete che il mercato a valle di attrezzi sia caratterizzato dalla curva di domanda inversa $P = 100 - Q$. La vendita al dettaglio è controllata dal monopolista MD SpA, che si rifornisce del prodotto presso il grossista monopolista MG SpA a un prezzo all'ingrosso di w_g al pezzo. La MG SpA, a sua volta, si rifornisce direttamente dal produttore monopolista MP SpA a un prezzo industriale di w_m al pezzo. La MP SpA sostiene costi marginali di produzione pari a € 10 per unità. Sia la MG sia la MD sostengono costi marginali di € 5 oltre al prezzo di acquisto del prodotto.

- Quali sono il prezzo di equilibrio ai consumatori, P , il prezzo di equilibrio all'ingrosso e il prezzo industriale di equilibrio? A quanto ammontano i profitti realizzati da ciascuna delle imprese a tali prezzi?
- Dimostrate che l'integrazione verticale da parte di due di queste imprese fa aumentare i profitti e arreca vantaggi ai consumatori.
- Dimostrate che l'integrazione di tutte e tre le imprese arreca vantaggi ancora maggiori.

15.4.2 I possibili effetti anticoncorrenziali delle fusioni verticali

Nell'analisi delle fusioni svolta nel paragrafo precedente si è ipotizzato che vi sia un unico mercato in cui viene venduto l'output finale e che vi sia monopolio in ciascuno stadio della catena verticale. Prima di giungere alla generica conclusione che "le fusioni verticali arrecano vantaggi alle imprese e ai consumatori" bisognerebbe verificare gli effetti prodotti dal venir meno di tali presupposti.

Si supponga ora di partire da un settore manifatturiero a monte concorrenziale che vende a un monopolio a valle, oppure da un monopolio a monte che vende a un settore al dettaglio concorrenziale. La concorrenza sul prezzo a monte tra produttori comporta un prezzo all'ingrosso pari al costo marginale. Oppure, la concorrenza tra dettaglianti a valle comporta che il prezzo al dettaglio sia pari alla somma del prezzo a monte, PP , e del costo marginale a valle, r . In entrambi i casi, non può esserci doppia marginalizzazione, né alcun miglioramento dell'efficienza dovuto all'integrazione verticale.

Si potrebbe sostenere, ovviamente, che il presupposto che ci sia concorrenza perfetta piuttosto che monopolio nel mercato a monte o in quello a valle non è altro che una sostituzione di un presupposto estremo con un altro. Pertanto, si passi ora al caso più realistico in cui sia il mercato a monte sia quello a valle sono degli oligopoli. Questo solleva un altro importante problema che va preso in esame. L'integrazione verticale, oltre alla volontà di ridurre o eliminare la doppia marginalizzazione, ha un'ulteriore motivazione più chiaramente anticoncorrenziale: la possibilità di chiusura del mercato (in inglese *market foreclosure*). Ossia, la fusione di imprese collegate verticalmente potrebbe comportare una società a monte-a valle in grado di negare ai concorrenti a valle una fonte di input, oppure ai concorrenti a monte un mercato per i loro prodotti.

Si prenda il caso ipotetico di due fornitori di microchip per computer che concorrono nella vendita a due produttori di computer a valle, i quali a loro volta vendono al grande pubblico. I microchip delle due imprese a monte sono identici, per cui, se i due fornitori competono sul prezzo, devono vendere al costo marginale. Pertanto, soltanto le due imprese a valle ottengono profitti. Si supponga ora che uno dei produttori di microchip e uno dei produttori di computer operino una fusione. Il motivo per cui questa fusione potrebbe essere anticoncorrenziale è a grandi linee il seguente. Il reparto microchip a monte dell'impresa risultante dalla fusione non proporrà più la vendita di microchip all'altro produttore indipendente di computer, ossia precluderà la vendita del suo prodotto a questo concorrente a valle. Per qua-

Un caso reale 15.3

La disintegrazione verticale nell'industria automobilistica

Dall'analisi svolta sull'integrazione verticale sono emersi i vantaggi connessi all'eliminazione dell'"intermediario" e il problema della doppia marginalizzazione. Se le cose stessero semplicemente così, si assisterebbe a molte più integrazioni verticali e a poca esternalizzazione (*outsourcing*). Esattamente al contrario, la stampa economica, a partire dagli anni '90, è piena di casi di disintegrazioni verticali, quando le imprese scorporano i loro reparti interni. Mai come nell'industria automobilistica statunitense questo fenomeno è stato tanto clamoroso.

Si consideri il caso della General Motors Corporation (GM). Il suo fondatore, W. C. Durant, e il suo protetto, Alfred Sloan, si erano dedicati a integrare verticalmente l'impresa, sulla base della logica descritta. La GM avrebbe potuto appropriarsi di una quantità maggiore del surplus generato dalle sue automobili, se una quantità maggiore di tale surplus fosse stata generata all'interno della società stessa. Di conseguenza, la GM e l'industria automobilistica statunitense in generale divennero modelli di imprese integrate verticalmente, che controllavano dalla produzione dei motori, all'assemblaggio della carrozzeria, alla fornitura dei componenti, gestendo persino le concessionarie ufficiali.

Con il passare degli anni, tuttavia, emersero i problemi connessi a tali strategie organizzative, il più grande dei quali riguardava gli incentivi. Dal momento che la GM acquistava praticamente tutti i componenti al suo interno, il reparto componenti non era esposto alla concorrenza proveniente dall'esterno, che ne avrebbe stimolato l'efficienza. Spesso, i responsabili degli acquisti nei reparti di produ-

zione non conoscevano nemmeno i nomi di fornitori alternativi; per sicurezza, di tanto in tanto chiedevano ai fornitori esterni di proporre delle offerte, al fine di verificare i prezzi delle fonti interne; ma di solito gli esterni sapevano di essere soltanto usati come metro di paragone – e che l'ordine alla fine sarebbe andato al reparto componenti della GM – e pertanto erano riluttanti a fare offerte serie. Allo stesso tempo, risultava difficile escogitare dei piani interni volti a promuovere l'efficienza. Chi non lavorava nel reparto componenti non era in grado di fornire i prezzi dei componenti in quanto non ne conosceva i costi. Un'alternativa ovvia a quella di chiedere al reparto di fornire i componenti a costi minimi sarebbe stata quella di indicare un budget e chiedere di fornire i componenti sulla base di esso. Ma anche questo piano presentava dei problemi. Tanto per cominciare, i reparti componenti condividevano alcuni costi con altri reparti ed era difficile sapere come ripartirli. Se poi il budget era troppo ristretto, il reparto componenti poteva venire incontro a tale restrizione economizzando sulla qualità. Alla fine i problemi legati ai costi elevati e/o alla dubbia qualità si sono dimostrati tanti. Nel 1999 la GM scorporò il reparto componenti, facendone un'impresa indipendente di componenti per auto, la Delphi Automotive Systems. Ben presto la Ford seguì l'esempio, scorporando il suo reparto componenti per formare la Visteon Corporation.

Fonte: J. Schnapp, "Lesser Than the Sum of Its Parts", Wall Street Journal (4 Aprile 2006), p. 18.

le motivo? La risposta è che tale comportamento lascia il produttore di computer indipendente con un solo fornitore, ossia il restante produttore indipendente di microchip. Quest'ultimo avrà un potere di monopolio nei confronti del produttore indipendente di computer e, di conseguenza, fisserà un prezzo all'ingrosso di monopolio per i suoi microchip. Ciò, a sua volta, farà aumentare i costi del produttore indipendente di computer rispetto alla situazione precedente alla fusione, rendendolo meno capace di concorrere con il reparto computer a valle dell'impresa integrata, il che consentirà all'impresa risultante dalla fusione di aumentare il prezzo dei propri computer e di ottenere profitti maggiori. Dal momento che il mercato a monte era inizialmente concorrenziale, non vi era doppia marginalizzazione e, dal momento che la fusione non comporta ulteriori risparmi sui costi, questa integrazione verticale è chiaramente anticoncorrenziale. La fusione aumenta il costo dei concorrenti non integrati sul lato offerta e perciò li pone in condizione di svantaggio rispetto all'impresa integrata.



Quella della telecomunicazioni è un'industria in cui i problemi della chiusura del mercato si sono fatti molto sentire per gli organismi di regolamentazione sia negli Stati Uniti sia in Europa. In questa industria, la rete telefonica locale di solito è stata monopolizzata da un'impresa che concorre anche nel mercato più concorrenziale a lunga distanza. Dal momento che un provider a lunga distanza deve guadagnarsi l'accesso ai suoi potenziali clienti collegandosi alla rete locale, il provider della rete locale, come Telecom Italia, è potenzialmente in grado di tenere fuori del mercato i suoi concorrenti a lunga distanza, facendo pagare loro un prezzo molto elevato per l'accesso alla rete o, nel caso estremo, negando completamente l'accesso alla rete. Di conseguenza, una delle principali preoccupazioni degli organismi di regolamentazione sono stati i prezzi che i fornitori delle reti telefoniche locali sono autorizzati a far pagare per l'accesso alla rete locale, o prezzi di accesso.

Esercizio 15.5

Supponete che il mercato a valle dei congegni sia perfettamente concorrenziale e caratterizzato dalla curva di domanda inversa $P = 100 - Q$. I dettaglianti hanno costi di produzione pari a 0, ma devono pagare una tassa r per ogni unità venduta. Questa tassa è la quota che i dettaglianti devono versare all'unico produttore di congegni, il monopolista Internazionale Congegni. La Internazionale Congegni non ha costi fissi, ma sostiene un costo marginale costante pari a € 10.

- Qual è il prezzo di equilibrio ai consumatori, P , e la tassa ai dettaglianti, r ? A quanto ammontano i profitti dei dettaglianti e della Internazionale Congegni a questi prezzi?
- Dimostrate che l'integrazione verticale tramite la quale la Internazionale Congegni diventa l'unico produttore e rivenditore al dettaglio di congegni non fa aumentare i profitti della Internazionale Congegni e non fa abbassare il prezzo praticato ai consumatori.
- Qual è il prezzo ai consumatori se sia la produzione sia la vendita al dettaglio del prodotto sono concorrenziali?

15.4.3 Le fusioni conglomerali

L'ultimo tipo di fusione da prendere in esame è quella conglomerale. Le fusioni conglomerali comportano il controllo comune di imprese i cui prodotti non sono né diretti sostituti né complementi; ne risulta un gruppo di imprese che producono una gamma di prodotti diversificati con poco, o niente, in comune. Sebbene le società conglomerali esistano da tempo, è durante l'ondata di fusioni statunitensi iniziata negli anni '60 e continuata fino agli inizi degli anni '80 che, soprattutto nei primi anni, si sono formate molte delle conglomerate che si vedono oggi. La questione è se si possa trovare o meno una motivazione economica convincente per questo tipo di fusioni. In caso negativo, occorrerebbe pensare alle conglomerate come a un incidente della storia, a cui si pone gradualmente rimedio attraverso il ridimensionamento aziendale e l'attenzione ai *core business*, strategie che sembrano caratterizzare il cambiamento societario man mano che ci si inoltra nel nuovo millennio. Tuttavia, sono state avanzate diverse motivazioni a sostegno dell'emergere delle imprese conglomerali.

Le economie di scopo e i risparmi sui costi di transazione sono due dei possibili vantaggi per le imprese conglomerate. Per costi di transazione si intendono i costi sostenuti dalle imprese quando ricorrono a mercati esterni per lo scambio beni e servizi. Nei costi di transazione rientrano, per esempio, i costi di ricerca degli input desiderati, la negoziazione di contratti di fornitura, il monitoraggio e l'applicazione di tali contratti e il rischio associato a variazioni inattese delle condizioni di fornitura.

Tuttavia, l'alone di scetticismo che avvolge le spiegazioni basate sulle economie di scopo, sui risparmi in termini di costi di transazione e su altri motivi per i quali le fusioni conglomerali migliorano l'efficienza di produzione ha indotto alcuni studiosi a postulare una motivazione diversa e meno benevola. Il motivo della conglomerazione potrebbe risiedere nel fatto che essa è nell'interesse del management, anche se non in quello degli azionisti. Poiché è

Un caso reale 15.4

Le imprese multi-utility italiane: dove sono le sinergie?

Negli ultimi anni in Italia si è osservata un'ondata di fusioni tra le imprese ex-municipalizzate che operano nei servizi di pubblica utilità, quali la fornitura di acqua, la gestione dell'acqua sporca e dei rifiuti, la fornitura di gas, elettricità, teleriscaldamento e anche in altri settori, come quelli finanziari e quello dei trasporti. Queste fusioni hanno portato alla formazione di gruppi di medie e grandi dimensioni come A2A, generata dalla fusione di AEM SpA Milano e ASM SpA Brescia nel 2008, o come Hera, multi-utility generata dalla fusione di molte imprese ex-municipalizzate del centro e nord Italia.

Nelle relazioni preparate dai manager di queste aziende per i piani di fusione, la principale motivazione per la decisione di aggregazione consiste nella possibilità di sfruttare "sinergie di costo" tra le attività dei diversi settori, termine che corrisponde alle economie di scopo o di scala. Per esempio, la stessa squadra di manutenzione può essere utilizzata per riparare guasti alla rete idrica e allo stesso tempo per quelli della rete di distribuzione del gas. Un altro vantaggio, questa volta dal lato dei consumatori, potrebbe derivare anche dal fatto che, scegliendo un'impresa multi-utility, i consumatori ricevono una bolletta unica per tutti i servizi ottenuti invece che dover pagare tante distinte bollette quanto sono i diversi fornitori.

Se da un lato questi benefici possono essere significativi sia per le imprese sia per i consumatori, le agglomerazioni delle multi-utility non sono esenti da critiche significative. Infatti, i settori di attività di queste imprese sono tipicamente soggetti a diversi livelli di regolamentazione, da quelli più strettamente regolati, come l'acqua, a quelli meno regolati, come le telecomunicazioni. Non è quindi priva di fondamento la preoccupazione che queste imprese possano trasferire costi dai settori meno regolati, dove si confrontano con la competizione di altre imprese, ai settori più regolati, dove spesso si tro-

vano in situazioni di monopolio regolato. Per evitare questa attività di sussidio incrociato tra settori di attività è necessario che i regolatori prestino grande attenzione alla struttura dei costi delle imprese stesse e alle varie voci imputate; un lavoro particolarmente complesso anche per le autorità di regolazione dei vari settori.

Nel 2000 Poste Italiane, monopolista regolato nel settore della distribuzione postale tradizionale, è entrato nel settore dei conti correnti bancari con il servizio Bancoposta e nel giro di poco più di un anno è riuscito a strappare alla concorrenza più di un milione e mezzo di conti correnti. L'associazione delle banche in Italia, ABI, non ha ben accolto ovviamente questo nuovo concorrente e, alla fine del 2005, ha chiesto alla Commissione Europea e all'autorità antitrust italiana di intervenire su un presunto comportamento sleale da parte di Poste Italiane. Le accuse rivolte si riferivano alla possibilità da parte di Poste Italiane di attribuire costi del proprio settore bancario al settore postale. In questo modo tali costi potrebbero venire "riplanati" dal regolatore postale, permettendo all'impresa di seguire strategie più aggressive nel settore concorrenziale dei conti correnti.

Sia le autorità europee sia quelle italiane hanno però risposto che tali accuse erano infondate e che il bilancio di Poste Italiane è sufficientemente dettagliato e trasparente da permettere di separare correttamente i costi delle varie attività. Molti consumatori però continuano a lamentarsi che anche le code negli uffici postali sono chiaramente separate, quelle per i servizi bancari, brevi e veloci, e quelle dei servizi postali, lunghe e lente... Per ulteriori approfondimenti su questi casi si rimanda al Capitolo 20.

Fonte: Calzolari e Scarpa nell'articolo "Conglomerates and regulation" (*Economic Inquiry*, Vol. 54, Issue 3, pp. 1648-1669, 2016) analizzano le difficoltà affrontate dai regolatori che si trovano ad occuparsi di imprese conglomerate come sono spesso le multi-utility.

il management che decide il da farsi, è l'interesse manageriale che prevale. Per esempio, si immagina che (come spesso accade) la retribuzione del management dipenda dalla crescita della società. È difficile che tale crescita sia prodotta internamente: essa richiede che sia strappata portando via quote di mercato ai concorrenti, che difficilmente staranno a guardare passivamente mentre perdono clienti. E non è neppure facile ottenerla tramite una fusione oriz-

zontale, dal momento che è questo il tipo di acquisizione controllata dalle autorità antitrust. In simili circostanze, non bisognerebbe sorprendersi del fatto che il management sia favorevole a una fusione conglomerale, anche se essa non è necessariamente nei migliori interessi a lungo termine degli azionisti. Una simile fusione offre al management la crescita desiderata, evitando al contempo i problemi dell'antitrust e la competizione con diretti concorrenti.⁷

Si conclude questo capitolo notando come l'analisi delle fusioni sia intimamente legata alla più generale e fondamentale questione dei confini delle imprese. Quali sono le ragioni che spingono le imprese a una certa dimensione più o meno elevata? In un approfondimento presente sul sito web del volume si affronta con maggiore dettaglio questo affascinante interrogativo, con una digressione su fusioni e teoria dell'impresa. Si noti infine che, dal momento che per le ragioni esposte in questo capitolo le autorità antitrust non possono contare soltanto sulla teoria economica per determinare se una specifica fusione dovrebbe essere contestata o dichiarata ammissibile, questo è un campo in cui il lavoro empirico basato sull'econometria avanzata gioca necessariamente un ruolo complicato, delicato e determinante. In un altro approfondimento presente sul sito web del volume si mostrano alcuni esempi di questo tipo di analisi.



Riepilogo

In questo capitolo ci si è occupati di fusioni tra imprese. Le fusioni orizzontali sono unioni di imprese concorrenti all'interno dello stesso settore industriale. Poiché esse danno origine all'unione delle imprese che un tempo erano in concorrenza, le fusioni orizzontali sono ovviamente oggetto dell'attenzione delle autorità antitrust. Tali fusioni possono essere, infatti, un mezzo per creare un cartello legale. Nell'analisi economica un risultato spiazzante è il paradosso di fusione. Questo paradosso riflette il fatto che molti modelli economici comunemente usati indicano che la fusione non è redditizia per le imprese che si fondono e che i veri beneficiari di una fusione sono le imprese che non si fondono. Si è quindi visto che la chiave per risolvere il paradosso della fusione è trovare alcuni mezzi per impegnare in maniera credibile le imprese che si sono appena fuse verso una strategia di aumento del profitto.

Si sono poi considerate due grandi tipologie di fusione: quella verticale e quella conglomerale. Una fusione verticale di solito implica la fusione di im-

prese che operano in stadi diversi di produzione della stessa linea di prodotto. Si ha invece una fusione conglomerale quando le due imprese hanno pochi, o nessuno, mercati o prodotti in comune.

Le fusioni verticali sollevano questioni complesse. Da una parte, tali fusioni possono arrecare vantaggio a imprese e consumatori eliminando il problema della doppia marginalizzazione; dall'altra possono essere un mezzo per precludere mercati sia a monte sia a valle ai concorrenti e per facilitare la discriminazione di prezzo. Pertanto, le autorità antitrust non dovrebbero essere troppo frettolose nel condannare una fusione verticale semplicemente perché arreca svantaggi a imprese concorrenti. L'obiettivo della politica antitrust è salvaguardare i benefici della concorrenza, non le sorti dei concorrenti.

Probabilmente le fusioni conglomerali sollevano il minore numero di problemi dal punto di vista dell'antitrust, ma proprio per questa ragione le loro motivazioni possono risultare più difficili da identificare.

Esercizi di riepilogo

Per gli Esercizi 1, 2, 3 e 4 considerate un mercato con quattro imprese identiche, ciascuna con un prodotto identico. La domanda inversa per questo prodotto è $P = 100 - Q$, dove P è il prezzo e Q

l'output aggregato. I costi di produzione per le imprese 1, 2 e 3 sono identici e dati da $C(q_i) = 20 q_i$ ($i = 1, 2, 3$), dove q_i è l'output dell'impresa i . Questo vuol dire che per ciascuna di queste imprese i

⁷ Il management può anche favorire la conglomerazione come mezzo per minimizzare il rischio. Quando un'impresa serve molti mercati distinti, la conglomerazione evita di mettere "tutte le uova nello stesso paniere".

costi variabili sono costanti a € 20 per unità. I costi di produzione per l'impresa 4 sono $C(q_4) = (20 + \gamma)q_4$, dove γ è una costante. Se $\gamma > 0$, allora l'impresa 4 è un'impresa a costo alto, mentre se $\gamma < 0$, l'impresa 4 è un'impresa a costo basso ($|\gamma| < 20$). Sia inoltre $Q = \sum_{i=1}^4 q_i$.

1. Ipotizzate che le imprese scelgano i loro output per massimizzare i profitti, dato che ciascuna impresa si comporta come un concorrente alla Cournot.
 - a. Identificate l'output all'equilibrio di Cournot per ogni impresa, il prezzo del prodotto e i profitti delle quattro imprese. Affinché questo sia un "vero equilibrio" tutte le imprese devono almeno coprire i loro costi variabili. Identificate il vincolo che γ deve soddisfare affinché questo sia possibile.
 - b. Ipotizzate che le imprese 1 e 2 si fondano e che tutte le imprese continuino a comportarsi come concorrenti alla Cournot dopo la fusione. Verificate se questa fusione è redditizia.
 - c. Ora ipotizzate che l'impresa 1 e l'impresa 4 si fondano. Può questa fusione essere redditizia se γ è positivo in modo che l'impresa 4 sia un'impresa ad alto costo? Che cosa è accaduto ai profitti dell'impresa 2 come conseguenza di questa fusione?
2. Ora ipotizzate che ogni impresa sopporti costi fissi pari a F in aggiunta ai costi variabili sopra notati. Quando due imprese si fondono, l'impresa fusa ha costi fissi pari a bF dove $1 \leq b \leq 2$.
 - a. Supponete che le imprese 1 e 2 si fondano e che $\gamma \geq 0$. Derivate una condizione su b , F e γ affinché questa fusione sia redditizia. Fornite un'interpretazione intuitiva a questa condizione.
 - b. Supponete invece che le imprese 1 e 4 si fondano. Ripetete l'analisi richiesta al punto (a.)
 - c. Confrontate le condizioni derivate in (a.) e (b.) Che cosa vi dice questo confronto riguardo alle fusioni che creano un risparmio dei costi?
3. Ipotizzate che se due imprese si fondono, l'impresa fusa riuscirà a comportarsi come leader dell'industria, prendendo la decisione del suo output prima che le imprese non fuse prendano la loro. Inoltre ipotizzate che $\gamma = 0$, in modo che le imprese siano di uguale efficienza.
 - a. Verificate che una fusione tra l'impresa 1 e la 2 ora è redditizia. Che cosa acca-
- de ai profitti delle imprese non fuse e al prezzo del prodotto come risultato di questa fusione?
- b. Verificate che le due rimanenti imprese preferiscono anch'esse fondersi e unirsi al gruppo leader, dato che le imprese leader si comportano come concorrenti alla Cournot rispetto alle altre (suggerimento: questa fusione creerà un gruppo leader formato da due imprese e un gruppo follower composto da nessuna impresa). Che effetto ha sul prezzo di mercato questa seconda fusione?
4. Continuate con le condizioni dell'Esercizio 3, ma ora supponete che affinché una fusione venga intrapresa, le imprese che si fondono debbano ciascuna sopportare un costo fisso f (questo potrebbe comprendere i costi per identificare un socio di fusione, negoziare i termini della fusione, le spese legali e così via).
 - a. Quanto deve essere alto f affinché la fusione tra le imprese 1 e 2 non sia redditizia?
 - b. Quanto deve essere alto f affinché la fusione successiva tra le imprese 3 e 4 non sia redditizia?
5. La Norman International detiene il monopolio nella produzione di CSS (cartucce senza stantuffo). Ogni CSS richiede, come input, esattamente un RVA (ruota a variazione accentuata) e presenta altri costi variabili di € 5 per unità. Gli RVA sono prodotti dalla PepRich SpA, anch'essa un monopolista. I costi variabili della produzione di RVA sono di € 5 al pezzo. Ipotizzate che la domanda inversa dei CSS sia $p_c = 50 - q_c$, dove p_c è il prezzo dei CSS in euro per unità e q_c la quantità di CSS messi in vendita dalla Norman International.
 - a. Scrivete la funzione dei profitti della Norman International ipotizzando che i due monopolisti si comportino come società indipendenti che massimizzano i profitti, là dove la Norman International stabilisce un prezzo p_c per i CSS e la PepRich ne fissa uno p_r per gli RVA. Derivate quindi il prezzo che massimizza i profitti dei CSS come funzione del prezzo dei RVA e utilizzate questa funzione per ottenere la domanda derivata degli RVA.
 - b. Usate la risposta alla parte (a.) per scrivere la funzione dei profitti della PepRich. Derivate quindi il prezzo che massimizza i profitti degli RVA. Utilizzatelo per derivare il prezzo che massimizza i profitti dei

CSS. Calcolate le vendite dei CSS (e quindi degli RVA) e i profitti delle due imprese.

6. Ipotizzate ora che le due imprese si fondono per formare la NPR International.
 - a. Scrivete la funzione dei profitti della NPR, considerando che essa stabilisce un prezzo p_c per i CSS. Calcolate poi il prezzo che massimizza i profitti post-fusione per i CSS, le vendite dei CSS e i profitti della NPR.
 - b. Confermate che questa fusione ha fatto aumentare i profitti congiunti delle due imprese, pur facendo diminuire il prezzo praticato ai consumatori. Di quanto è aumentato il surplus del consumatore a seguito della fusione nel mercato dei CSS?
 - c. Ipotizzate che le due imprese si aspettino di durare per sempre e che il fattore di sconto R sia 0,9. Qual è la cifra più elevata che la PepRich sarà disposta a pagare ai proprietari della Norman International per rilevare l'impresa? Qual è la cifra più bassa che i proprietari della Norman International saranno disposti ad accettare? (Suggerimento: calcolate il valore attuale dei flussi di profitti delle due imprese prima e dopo la fusione, e notate che nessuna delle imprese vorrà peggiorare le proprie condizioni con l'acquisizione rispetto a prima.)
7. Ipotizzate ora che la PepRich abbia l'opportunità di vendere i CSS in un mercato estero controllato da un monopolista, FC Hu SpA., che ha gli stessi costi operativi della Norman International per la produzione di CSS. La PepRich sa che dovrà pagare costi di trasporto pari a € 2 per RVA per fornire il mercato estero. La domanda inversa dei CSS in questo mercato è: $p_c = 40 - q_c/2$.
 - a. Ripetete i calcoli per la domanda (a.) dell'Esercizio 1.
 - b. Le autorità del mercato estero stanno valutando di intraprendere un'azione anti-dumping, accusando la PepRich di aver
- venduto gli RVA sottocosto nel suo mercato. Calcolano che, così facendo, indurranno la PepRich a offrirsi di rilevare la FC Hu. Ipotizzate che la PepRich abbia un accesso limitato ai fondi, per cui possa rilevare soltanto una delle due imprese, la Norman International o la FC Hu. Le autorità estere fanno calcoli corretti? (Suggerimento: confrontate gli importi massimi che la PepRich sarebbe disposta a pagare per la Norman International e per la FC Hu.)
8. Ritornate alle condizioni dell'Esercizio 7, per cui la PepRich fornisce soltanto la Norman International. Ma ora ipotizzate che la produzione di ogni CSS richieda esattamente un RVA e uno zabit. Gli zabit sono prodotti dalla ZabCorp., un altro monopolista, i cui costi variabili sono di € 2,50 al pezzo.
 - a. Ipotizzate che le tre imprese agiscano indipendentemente per massimizzare i profitti. Calcolate i relativi prezzi di RVA, zabit e CSS e i profitti delle tre imprese.
 - b. Ipotizzate che le tre imprese abbiano vita illimitata e un fattore di sconto $R = 0,9$. Sia la PepRich sia la ZabCorp. stanno valutando di rilevare la Norman International. Quale delle due società riuscirà ad acquisire la Norman International? Quale effetto produrrà l'acquisizione sul surplus del consumatore nel mercato dei CSS?
9. Come alternativa all'acquisizione della Norman International, i proprietari della PepRich e della ZabCorp. valutano di fondersi per formare la PRZ, che controllerà la produzione sia dei degli RVA sia degli zabit.
 - a. Calcolate l'impatto di questa fusione su: (1) il prezzo di RVA, zabit e CSS; (2) i profitti delle imprese; (3) il surplus del consumatore nel mercato dei CSS.
 - b. Quale fusione preferiranno: (i) i consumatori dei CSS; (ii) i proprietari della PepRich e della ZabCorp.; (iii) i proprietari della Norman International?