

PUBLIC ENTERPRISES IN A GLOBAL PERSPECTIVE IN THE LAST DECADE

STEFANO CLÒ MATTEO FERRARIS MASSIMO FLORIO

Working Paper n. 2015-03

FEBBRAIO 2015

u n i m i UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA, MANAGEMENT E METODI QUANTITATIVI

Via Conservatorio 7
20122 Milano

tel. ++39 02 503 21501 (21522) - fax ++39 02 503 21450 (21505)

<http://www.economia.unimi.it>

E Mail: dipeco@unimi.it

L'impresa pubblica in prospettiva globale nell'ultimo decennio

Public enterprises in a global perspective in the last decade

Stefano Clò, Matteo Ferraris, Massimo Florio
Università degli Studi di Milano
Questa versione: 26 gennaio 2015

Abstract

Si assiste recentemente ad una ripresa di interesse per le imprese pubbliche, soprattutto per quelle operanti su scala internazionale. Per valutare la loro performance, inizialmente adottiamo la definizione usata dall'OCSE, che si limita a considerare come pubbliche quelle imprese dove il controllo dell'azionista pubblico è superiore al 50% (Christianen 2011, Kowalski *et al.* 2013). A questo scopo esaminiamo circa mille imprese quotate (private e pubbliche) estratte dalla lista Forbes Global 2000 delle maggiori imprese del mondo. Consideriamo ROS, ROA, ROE e indicatori dimensionali, settoriali e geografici. Passiamo poi a studiare le operazioni di *mergers e acquisitions* (M&As). Come Musacchio e Lazzarini (2014), in questo caso, per allargare l'orizzonte consideriamo come pubblica ogni impresa in cui il principale azionista sia un'istituzione governativa. Combinando le informazioni riportate da Orbis e Zephyr (BVD) selezioniamo solo le transazioni per cui è possibile determinare nell'anno precedente la M&A sia la natura proprietaria dell'acquirente sia i relativi dati economici per l'acquirente e per l'impresa acquisita. Il nostro campione risulta così composto da 25.322 osservazioni, di cui 2.488 sono M&As effettuate da un acquirente pubblico. Sia l'analisi della performance delle grandi imprese su scala globale che l'analisi delle M&A suggeriscono che sono attualmente presenti sul mercato globale imprese pubbliche con performance comparabili con quelle private, e perfino superiori per alcuni settori. Le preoccupazioni di distorsione del mercato a riguardo appaiono al momento poco fondate sotto il profilo dell'evidenza empirica.

Abstract (English)

The issue of public enterprises, especially those operating on an international scale, is gaining increasing attention. This paper evaluates the performance of contemporary public enterprises. We first identify public enterprises according the OECD approach, when the control of the public owner is greater than 50% (Christianen 2011, Kowalski *et al.* 2013), and we analyze about 1,000 listed companies (private and public) extracted from the Forbes Global 2000 - which lists the largest companies in the world - considering some performance indicators (ROS, ROA, ROE); size indicators, and their sector and country of origin. Next, we move to analyze the behavior of public and private enterprises which are active in the market for corporate control (mergers and acquisitions, M&As). In this second step, we adopt a more flexible definition of public enterprise, as we consider to be public every firm where the top shareholder is a public institution. According to Musacchio and Lazzarini (2014), this approach allows to take into account different types of contemporary public enterprises. By combining data and information reported by Orbis and Zephyr (BVD) we select only the M&As for which it is possible to determine the proprietary nature of the acquirer in the year before the deal, and where pre-deal economic data on firm performance are simultaneously available for both the acquirer and the acquired company. Our final sample is composed of 25,322 deals, of which 2,488 are performed by a public acquirer. Both the analysis of

the performance of large companies on a global scale, and the analysis of M&A deals, confirm that public enterprises are currently active in the global market arena, and they show a comparable performance with private ones, and even higher in some specific sectors. The concerns about market distortions determined by contemporary public enterprises do not seem to be supported by the empirical evidence.

JEL CODES: L32, L33, G34

KEYWORDS: Privatizations, nationalizations, public enterprises, M&As.

1. Introduzione

Da alcuni anni presso il Dipartimento di Economia, Management e Metodi Quantitativi dell'Università di Milano è in corso una ricerca volta a studiare come sono mutate la struttura, le finalità, il ruolo e la performance economica dell'impresa pubblica nel contesto di mercati crescentemente aperti alla concorrenza internazionale (Borghi *et al.* 2014; Clò *et al.* 2014a; 2014b; Delponte *et al.* 2014; Florio 2014a; 2014b; 2014c)¹. Presentiamo in questo articolo alcune evidenze empiriche che suggeriscono che le imprese pubbliche attuali mostrano un profilo di performance spesso comparabile a quello delle imprese private, talvolta superiore su alcuni indicatori. Inoltre mostriamo che le imprese pubbliche sono attive sul mercato del controllo della proprietà con modalità che non si discostano significativamente da quelle private, anche se con alcune qualificazioni.

Da tempo si è osservato un rallentamento, se non una inversione, dei processi di privatizzazione che, alla fine del secolo scorso, hanno portato alla cessione di imprese pubbliche per un valore stimato superiore a mille miliardi di dollari, più di tre quarti dei quali nei paesi OCSE (OECD 2003). Sembra esservi un ritorno degli Stati nella sfera economica: non solo nelle economie emergenti ma anche nell'Unione Europea (The Economist, *Big Brother is back - France and Germany lead a revival of state intervention*, 3 Novembre 2012).

Il concetto di *ritorno degli Stati* non si riferisce solo alla regolazione più stringente, specie nelle industrie a rete (Finon and Roques 2013), ai salvataggi di impresa e all'iniezione di liquidità in particolare nelle banche colpite dalla attuale recessione, ma anche ad una certa rivalutazione del ruolo dell'impresa pubblica. Primo obiettivo del gruppo di ricerca è stato quindi raccogliere nuova evidenza empirica per verificare se un ritorno all'impresa pubblica sia effettivamente in atto o se, al contrario, si tratti solo di un fenomeno temporaneo e circoscritto a situazioni eccezionali, anche se di rilievo (si pensi al salvataggio di GM, Fannie Mae e Freddie Mac da parte del governo USA o alla nazionalizzazione nel regno Unito di Northern Rock, Bradford & Bingley e Royal Bank of Scotland.)

A tale scopo il nostro gruppo ha attivato diversi progetti di raccolta dati. In primo luogo abbiamo avviato un progetto partecipativo denominato *SuPER: Survey on public enterprise return*² all'interno della più ampia ricerca "The Future of Public Enterprises" sviluppata dal network internazionale CIRIEC (Centre International de Recherches et d'Information sur l'Economie Publique, Sociale et Coopérative). Questa *survey* si propone di raccogliere nuovi casi di imprese

¹ Oltre agli autori del presente articolo, fanno parte del gruppo di ricerca anche Emanuele Bacchiocchi, Chiara Del Bo, Carlo Florio, Maddalena Sorrentino, Matteo Turri, Daniela Vandone che ringraziamo per gli utili commenti su versioni precedenti del lavoro. Massimo Florio ringrazia inoltre Enzo Pontarollo, Valeriano Balloni, Patrizio Bianchi e altri partecipanti al convegno 2014 de L'Industria (Ancona, Istaio) dove ha presentato una relazione sul tema di questo articolo.

² Si veda il sito www.publicenterprise.unimi.it

pubbliche nel mondo: quali eventi hanno portato alla nascita di una nuova impresa pubblica; in quale anno, paese, settore; quali le motivazioni e quali le principali caratteristiche di impresa (dimensione, profitti etc.). Inoltre nel quadro del progetto CIRIEC sono stati raccolti degli studi di caso approfonditi, ora raccolti in un volume che riporta quindici storie di grandi imprese pubbliche contemporanee (Bernier 2014), da cui emergono interessanti processi di trasformazione in atto.

Una rassegna di ricerche paese per paese sarà inoltre oggetto di un prossimo seminario internazionale³.

In questo articolo riferiamo sui primi risultati del lavoro di analisi empirica su tre diversi dataset. La lista Forbes Global 2000 presenta una graduatoria delle maggiori imprese quotate (“public” nel senso anglosassone) del mondo classificate in base a ricavi, attività, utili e valore di mercato (corso azionario in una data di riferimento). Fra queste società quotate vi sono anche le più grandi imprese pubbliche quotate del mondo, circa 200 se si considerano solo quelle per cui la proprietà è in capo per oltre il 50% ad una organizzazione direttamente o indirettamente riconducibile ai governi (il numero è considerevolmente maggiore se si considerano anche imprese partecipate dagli Stati, ma con quote minori del 50%). Il secondo dataset che utilizziamo è Zephyr, gestito dal Bureau Van Dijk (BVD) che riporta più di 860.000 acquisizioni e fusioni (M&As) che hanno avuto luogo nel mondo dall’anno 2000. Infine incrociamo i dati estratti rispettivamente da Forbes e Zephyr con i dati di Orbis, un altro database gestito da BVD, che contiene informazioni societarie, contabili, finanziarie ed economiche di imprese quotate e non quotate di tutto il mondo dall’anno 2004.

Combinando dati di performance delle maggiori imprese del mondo e delle M&As da esse effettuate riteniamo possa emergere qualche nuovo elemento sul ruolo delle imprese pubbliche contemporanee nell’economia globale.

Ci interessa particolarmente analizzare il comportamento e la performance economica delle nuove imprese pubbliche attive nel “mercato del controllo societario” (da qui in avanti, MCC: *market for corporate control*) rispetto agli acquirenti privati. Il paradigma dominante in materia è che le M&As rappresentino dei meccanismi di mercato che permettono di correggere le inefficienze interne delle imprese (Manne 1965). In un MCC funzionante, le imprese inefficienti diventano prede di imprese capaci di valorizzarle attraverso una gestione manageriale più efficiente (*high buys low*). Si verifica quindi una sostituzione di un management meno capace con uno migliore, concetto anche noto come *inefficient management hypothesis* (Mandelker 1974). La tesi è stata suffragata da diversi studi empirici che, analizzando i dati *pre-deal* di impresa, dimostrano che, in media, l’acquirente è più grande e presenta una migliore performance economica dell’impresa acquisita (Maksimovic and Phillips 2001, Jovanovic and Rousseau 2002, Andrade and Stafford 2004, Breinlich 2008, Holmstrom and Kaplan 2001). Più recentemente, alcuni studi mostrano che le imprese acquisite non sono in assoluto le peggiori presenti nel mercato ma, anzi, registrano in media performance migliori di imprese estranee al mercato delle M&As (Martin and McConnell 1991, Agrawal and Walking 1994, Agrawal and Jaffe 1995, Franks and Mayer 1995). Rhodes-Kropf and Viswanathan (2004) suggeriscono che la preposizione *high buys low* andrebbe sostituita con *high buys less high (but not low)*. Di particolare interesse è il lavoro successivo di Rhodes-Kropf and Robinson (RKR) (2008) che si concentra sulle transazioni avvenute negli Stati Uniti tra imprese quotate. Seppure in media gli acquirenti abbiano performance maggiori delle imprese

³ XIV Milan European Economy Workshop, 25-26 June 2015, “Services of general interest in the EU: a citizens’ perspective on public versus private provision” (Eusers Jean Monnet Network in collaborazione con CIRIEC)

acquisite, gli autori evidenziano una maggiore somiglianza tra le due controparti della transazione (*high buys high* e *low buys low*, ossia *like buys like*) e concludono che il fattore determinante di una M&A non è tanto il guadagno di efficienza derivante dalla sostituzione di un management inefficiente, quanto le potenziali sinergie derivanti dalla unione di competenze e asset complementari⁴.

Obiettivo della nostra ricerca è determinare se la relazione classica *high buys low* che caratterizza M&As tra controparti private, sia estendibile anche alle M&As effettuate da imprese pubbliche o se, al contrario, la crescente attività dell'impresa pubblica nel MCC costituisca un fattore di disturbo, e limiti la capacità del MCC di correggere le inefficienze di impresa e favorire un miglioramento dell'economia. Infatti, la tesi ancora dominante, ed eloquentemente riassunta da *The Economist*, è che "*the government is a bad stockpicker, or a bad manager who can't earn competitive returns on capital, especially in a world of global competition*" (*The Economist, Raison d'état*, 28 giugno 2014). Una tesi immutata nel tempo, sebbene l'impresa pubblica odierna presenti un rinnovato assetto societario, una corporate governance più evoluta e maggiormente esposta agli incentivi di mercato rispetto a quelle imprese pubbliche che, nel secolo scorso, operavano in una condizione di monopolio pubblico legale e che spesso erano diretta emanazione della pubblica amministrazione. In ragione di questi mutamenti, siamo anche interessati a verificare se, oltre a differenze di *performance* tra pubblico e privato, esistano anche differenze tra diverse tipologie di impresa pubblica, in funzione del diverso grado di controllo pubblico e del fatto che siano quotate o meno. Per quanto qui non possiamo affrontare tutti questi argomenti, intendiamo offrire alcune indicazioni sulla prospettiva della nostra indagine.

La struttura dell'articolo è la seguente. Nella prossima sezione 2 richiamiamo alcuni lavori che negli ultimi anno hanno segnalato una tendenza al ritorno dell'impresa pubblica. Nella sezione 3 presentiamo l'evidenza disponibile sulla performance relativa delle maggiori imprese del mondo (dati Forbes e Orbis). La sezione 4 presenta i risultati dell'analisi sui *deals* che coinvolgono sia imprese private che pubbliche. La sezione 5 discute alcune implicazioni per le politiche pubbliche, in particolare si discutono le preoccupazioni avanzate da alcune parti sulla aggressività delle grandi imprese pubbliche nel mercato globale.

2. Il ritorno dell'impresa pubblica

Dopo il picco della seconda metà degli anni Novanta, i dati di *Privatization Barometer* registrano un declino del numero di privatizzazioni in Europa (Megginson and Bortolotti 2011), in controtendenza con l'andamento del mercato dei capitali (OECD 2009). Questo trend ha portato ad affermare che: "*privatization in public utility services practically came to an end in this decade and, to date, many of these firms remain under tight political control even after their floatation*" (Bortolotti *et al.* 2012). Ancora prima che la crisi finanziaria comportasse una nuova ondata di interventismo pubblico, OCSE e Banca Mondiale sottolineavano come fosse evidente che, per ragioni sia politiche che economiche, lo Stato sarebbe rimasto il principale proprietario di attività produttive in diversi paesi e industrie, soprattutto in quelle a rete (Nicoletti and Scarpetta 2003, World Bank 2006, p.1). Secondo i dati OCSE, all'inizio del nuovo Millennio, le imprese pubbliche

⁴ Gli autori scrivono "*pairing the best with the best and the worst with the worst produces more social surplus than if the best pairs with the worst*" (RKR 2008, p.1181) e sostengono che "*in a world of incomplete contracts, complementary assets should be contained in a single firm where they are placed under common control. This is because the spillovers create opportunities for rent-seeking that are minimized by allocating decision rights to a single party*" (RKR 2008, p. 1182).

rappresentavano fino al 40% del valore aggiunto, circa il 20% dell'occupazione e più del 50% della capitalizzazione in diversi paesi OCSE, fra cui, ma non solo, i paesi ex-Comecon (OECD 2005, p. 6). Anche in ambito accademico si osserva una ripresa di interesse per le imprese pubbliche contemporanee, soprattutto per quelle operanti su scala internazionale; tema su cui si sono focalizzati alcuni recenti fascicoli tematici di riviste internazionali (Florio 2013; 2014b; Florio and Fecher 2014) e volumi (Bernier 2014, Chavez and Torres 2014).

L'OCSE oggi sottolinea come nell'ultimo decennio le imprese pubbliche abbiano consolidato la propria posizione nei mercati nazionali e internazionali: sono aumentate di numero, dimensione, performance economica e si sono internazionalizzate attraverso operazioni di acquisizione (M&As) nazionali e transfrontaliere (Kowalski *et al.* 2013). Un fenomeno crescente che ha portato diversi studiosi ad analizzare le acquisizioni internazionali effettuate da imprese pubbliche, con particolare interesse al caso cinese (Luo and Tung 2007, Jeong and Weiner, 2012, Ramasamy *et al.* 2012).

Si stima che nei paesi OCSE le imprese pubbliche abbiano un valore aggregato superiore a duemila miliardi di dollari e occupino più di 6 milioni di persone (OECD 2011). Nei paesi BRICS⁵, il valore di mercato delle imprese pubbliche corrisponde al 32% del PIL dei relativi paesi di appartenenza (Kowalski *et al.* 2013). *The Economist* riporta che “*in China companies in which the state is a majority shareholder account for 60% of stock market capitalisation. In Russia and Brasil companies in which the state has either a majority or a significant minority stake account for 30-40% of capitalisation.*” (The Economist, *Leviathan as capitalist*, 21 giugno 2014).

Tali numeri devono ritenersi conservativi perché, nel definire cosa si intenda per impresa pubblica, l'OCSE si limita spesso a considerare imprese in cui un organismo governativo centrale detiene più del 50% delle azioni. Tale definizione esclude quindi imprese parzialmente pubbliche dove lo Stato detiene una quota inferiore al 50% ma che gli consente la maggioranza nel CdA (ad esempio Eni, Enel o Finmeccanica in Italia), né tiene conto del recente fenomeno di ri-municipalizzazione di settori di interesse generale e, quindi, di imprese pubbliche dove l'azionista di riferimento non è il governo centrale ma un ente locale (Hall *et al.* 2012; Warner 2011; Wollmann & Marcu 2010; Wollman 2011. Borraz *et al.* 2013; Mc Donald & Ruiters 2012).

Pur adottando la soglia proprietaria del 50%, un altro recente studio dell'OCSE evidenzia che tra le 2000 imprese più grandi al mondo segnalate da Forbes 2000, oltre il 10% siano pubbliche, il cui valore combinato delle vendite (3.600 miliardi di dollari nel 2011) equivale a quasi il 6% del PIL mondiale, superiore quindi all'interno PIL tedesco, francese o britannico, e con un valore aggregato di mercato di 4.900 miliardi di dollari, pari all'11% della capitalizzazione di tutte le imprese quotate (Kowalski *et al.* 2013). Tale analisi ha portato gli autori a concludere che “*contemporary state-owned enterprises are among the largest and fastest expanding multinational companies. They increasingly compete with private firms for resources, ideas and consumers in both domestic and international markets*” (Büge *et al.* 2013).

Sebbene questi dati abbiano portato i media a parlare di rinascita o di ritorno delle imprese pubbliche, vi sono importanti differenze rispetto al quadro che prevaleva fino agli Ottanta. La nuova impresa pubblica risulta profondamente mutata, sia al suo interno che nel contesto in cui opera. Sul versante esterno, i mercati domestici in cui le imprese pubbliche operavano in qualità di monopolisti sono stati liberalizzati e aperti alla concorrenza internazionale, portando quindi le nuove imprese pubbliche a competere con soggetti privati, nazionali e non. Sul versante interno, mentre le imprese di diritto pubblico sono ancora presenti in diversi giurisdizioni, la maggior parte

⁵ L'acronimo BRICS si riferisce ai paesi Brasile, Russia, India, Cina e Sud Africa.

delle grandi imprese ha riformato la propria forma giuridica, per divenire soggetto di diritto privato. Imprese pubbliche trasformate in S.p.A. hanno anche largamente modificato il proprio assetto societario. Sebbene imprese controllate interamente dallo Stato siano ancora presenti – soprattutto in segmenti dell’economia con caratteristiche di monopolio naturale (ad esempio Ferrovie dello Stato) o con particolari priorità sociali – molte imprese pubbliche sono state collocate in borsa e parzialmente aperte al capitale privato (Alonso *et al.* 2013). Pur continuando a definirle imprese pubbliche, esse sono in realtà imprese miste a controllo pubblico, con un nuovo assetto organizzativo ed una moderna governance aziendale (Bai and Xu 2005; Mengistae and Xiu 2004); non sono più parte integrante della pubblica amministrazione, hanno una propria autonomia di bilancio e devono rispettare determinati obblighi contabili (Greiling and Grüb 2014). Il pareggio di bilancio nel rispetto della normativa degli aiuti di Stato e il loro collocamento in borsa ne modifica gli obiettivi e le strategie di mercato, garantendo al contempo una maggiore discrezionalità manageriale.

3. Le maggiori imprese del mondo, private e pubbliche a confronto.

In questa sezione presentiamo alcuni dati che estendono la analisi svolta dall’OCSE sulle maggiori imprese quotate globali, identificate dalla lista Forbes Global 2000 (Kowalsky *et al.* 2013) e successivamente da Florio (2014a; 2014c).

La lista Forbes comprende le imprese in cui un ente governativo posseggia, direttamente o indirettamente, almeno il 50% del capitale azionario. Circa il 10% del campione include imprese pubbliche. Le metodologia dichiarata da Forbes⁶ è la seguente:

- a) vengono utilizzati dati di fonte FactSet Research per identificare società quotate (*public companies*) secondo quattro metriche: ricavi, profitti, attivo totale, valore di mercato (per gli ultimi dati disponibili il valore di mercato è quello derivante dal prezzo delle azioni rilevato il giorno 1 Aprile 2014 e comprende tutte le classi di azioni trattate);
- b) le imprese quotate in data successiva non sono incluse nella lista;
- c) tutti i dati sono espressi in USD;
- d) vengono consolidati i dati di bilancio relativi agli ultimi 12 mesi disponibili (l’anno finanziario può differire da paese a paese, e in non tutti i paesi vi sono obblighi di aggiornamento infrannuale dei dati);
- e) i dati vengono validati da Forbes utilizzando anche per confronto Bloomberg e le relazioni annuali delle società;
- f) vengono quindi creati quattro diversi *ranking*, ciascuno per un indicatore, con diverse soglie minime. Per l’ultimo anno disponibile queste soglie sono 4,04 miliardi USD per le vendite; 250,9 milioni USD per i profitti; USD 8,20 miliardi per le attività; USD 4,86 miliardi per il valore di mercato. In totale nel 2014 3.400 gruppi eccedevano almeno una di queste soglie;
- g) ad ognuna delle società viene dato un punteggio pari alla posizione nell’ordinamento, con valore zero se la soglia non è oltrepassata per uno dei criteri. I punteggi vengono sommati con uguale peso per ciascuna società e viene così formata una graduatoria;
- h) le società il cui bilancio è già consolidato nella holding sono escluse. Nella maggior parte dei paesi questo avviene quando oltre il 50% delle azioni sono controllate dalla holding, ma in alcuni paesi la soglia è inferiore.

⁶ <http://www.forbes.com/global2000/list/>

Ovviamente questo metodo può essere considerato discutibile sotto vari profili. L'aggregazione dei quattro indicatori è arbitraria, la considerazione solo di società quotate esclude dalla visuale molti soggetti (in particolare molte fra le maggiori imprese interamente controllate dagli Stati), i problemi di consolidamento di bilancio e di sfasamento temporale possono in alcuni casi essere significativi. Tuttavia, se non si dà particolare importanza all'ordinamento in quanto tale ma si considera questo aggregato semplicemente come un modo di identificare le più grandi imprese quotate del mondo, si tratta di una procedura grossolanamente efficace. In quanto segue, tuttavia, questa è solo la base di partenza della nostra analisi, in quanto per circa mille delle maggiori imprese così identificate invece di prendere solo l'ultimo anno come riferimento, abbiamo costruito un dataset andando a ritroso di dieci anni (2004-2013). In secondo luogo abbiamo ricostruito per ciascun gruppo il codice identificativo in ORBIS e da lì siamo risaliti ad un più ampio insieme di dati. Prima di riferire su questo esercizio, riportiamo brevemente alcuni risultati di Florio (2014a) ottenuti a partire da Kowalski *et al.* (2013) con riferimento ai dati 2010 per tutta la lista Global 2000 (la successiva analisi riguarda come si è detto per un intero decennio, ma inevitabilmente perdendo circa metà delle imprese per valori mancanti o anche per trasformazioni degli assetti societari che rendono i dati non comparabili).

Nel 2010 le imprese pubbliche, come sopra definite restrittivamente da Kowalski *et al.* (2013)⁷, rappresentano una percentuale compresa tra 11% e 16% del campione aggregato totale Forbes Global 2000, a seconda della variabile considerata, normalizzata con il PIL per esprimerla con un numero puro (Tabella 1). Florio (2014a) usa i dati per costruire tre semplici indicatori di performance: un rapporto fra profitti e vendite (assimilabile ad ROS), un rapporto fra profitti e attivo totale (assimilabile ad un ROA), e fra profitti e valore di mercato, quest'ultimo come sopra definito al punto (a), assimilabile grossolanamente ad un ROE). Nell'anno considerato le imprese pubbliche hanno migliori performance della media del campione Forbes in termini di ROS (circa del 20% maggiore), ROE simile, mentre il ROA risulta inferiore, principalmente a causa di un attivo totale più grande della media del campione.

Tabella 1. Indicatori di performance delle imprese Forbes Global 2000

	Totale Global 2000	SOE	SOE/Totale
Vendite*	51,1	5,7	11,15
Profitti*	3,7	0,5	13,51
Attività*	218,6	35,8	16,38
Valore di mercato*	58,4	7,8	13,36
ROS (profitti/vendite)	7,24	8,77	1,21
ROA (profitti/attività)	1,69	1,40	0,82
ROE (profitti/valore)	6,33	6,41	1,01

* % del PIL(2010). Fonte: Florio (2014) basata su Kowalski *et al.* (2013, tabella 1 e 2)

Nota: le imprese pubbliche considerate sono 203

In particolare, guardando al ROS, si evidenzia che a fronte di una media campionaria del 7,24%, le imprese private hanno un ROS del 7,07% contro un valore delle imprese pubbliche del 8,77%. Per dare maggiore concretezza a questi dati medi, la Tabella 2 mostra, solo a titolo indicativo, alcuni

⁷ In seguito consideriamo soglie di controllo meno elevate.

dati relativi ad alcune delle maggiori imprese pubbliche comprese nella lista. Come si vede vi sono rappresentate imprese del settore estrattivo (petrolio, gas, minerali), elettrico, delle telecomunicazioni, manifatturiero, finanziario, presenti soprattutto nei quattro BRIC, ma anche in UK, Francia, Italia, Germania. Peraltro, in questi quattro paesi si tratta di casi molto diversi. Nel caso britannico citiamo RBS, una delle grandi banche nazionalizzate in seguito alla crisi finanziaria del 2008. In Francia EDF e GDF-Suez sono invece eredi dirette delle grandi imprese pubbliche nel settore dell'energia. In Italia compare solo A2A perché fra le grandi società partecipate e quotate oltrepassa la soglia del 50%. Questa piccola estrazione di dati dal nostro dataset mostra l'eterogeneità di ciò che potrebbe essere oggi classificato come impresa pubblica; sono evidenti in particolare le omissioni dovute alla soglia elevata (ad esempio ENI ed ENEL). Torneremo in seguito su questo punto, rendendo il criterio meno stringente.

Tabella 2. Alcune delle principali SOE (Forbes Global 2000)

Impresa	Paese	ROS	ROA	ROE	Settore secondo il codice NACE rev. 2
Petrobras-Petróleo Brasil	BR	0,175	0,068	0,089	Extraction of crude petroleum and natural gas
Banco do Brasil	BR	0,103	0,015	0,146	Financial intermediation
Eletrobràs	BR	0,006	0,001	0,005	Electric Utilities
Cemig	BR	0,164	0,068	0,101	Electric Utilities
Vale do Rio Doce	BR	0,234	0,152	0,046	Iron & Steel
Gazprom	RU	0,260	0,093	0,149	Land transport and transport via pipelines
Rosneft	RU	0,226	0,111	0,122	Oil & Gas Operation
Aeroflot Russian Airlines	RU	0,149	0,018	0,061	Airline
Alosa	RU	0,191	0,090	0,117	Diversified Metals & Mining
IDSG Holding	RU	0,036	0,026	0,269	Electric Utilities
Oil & Natural Gas	IN	0,190	0,096	0,081	Mining support activities
State Bank of India Group	IN	0,089	0,008	0,072	Financial intermediation
Coal India	IN	0,148	0,062	0,085	Diversified Metals & Mining
Indian Oil	IN	0,046	0,065	0,146	Oil & Gas Operations
NTPC	IN	0,185	0,070	0,063	Electric Utilities
China Unicom	CN	0,028	0,013	0,034	Telecommunication Services
PetroChina	CN	0,059	0,053	0,070	Oil & Gas Operations
Sinopec-China Petroleum	CN	0,025	0,051	0,094	Oil & Gas Operations
Bank of China	CN	0,241	0,009	0,083	Financial intermediation
China Mobile	CN	1,265	2,408	10,43	Telecommunication Services
Royal Bank of Scotland	UK	0,024	0,001	0,021	Financial Intermediation
EDF Group	FR	0,016	0,004	0,018	Utilities
GDF Suez	FR	0,055	0,025	0,073	Electricity, gas, steam
A2A	IT	0,014	0,007	0,024	Electric Utilities

Fonte: nostra elaborazione su Forbes Global 2000 List (circa 2010)

Passiamo ora ad ampliare il profilo temporale d'analisi. Per ciascuna delle imprese presenti nell'ultima lista Forbes Global 2000 disponibile (anno 2013), dopo avere considerato la natura proprietaria come ricostruita dall'OCSE (Christiansen e Kim, 2014), è stato associato il codice identificativo ORBIS⁸. Come criterio di consolidamento si è deciso di utilizzare il codice corrispondente al più alto degli attivi, effettuando poi una lunga serie di controlli individuali, anche basandosi sulle informazioni disponibili pubblicamente per ciascuna impresa. Anche per l'identificazione della sede del gruppo quando possibile si è cercato di fare riferimento alla principale sede operativa, che può essere diversa, ad es. per ragioni fiscali, dalla sede legale. Infine, per ogni gruppo e per ciascun anno sono state reperite le seguenti informazioni disponibili in ORBIS: codice di attività NACE, informazioni sulla proprietà (*ultimate owner, top shareholder, major share*), variabili dimensionali (*total asset, operating revenue*, sia in Euro che USD, numero addetti), indicatori di performance (EBIT margin %, EBITDA margin %, net income ROE%, profit&loss before tax ROE%, profit&loss before tax ROA%). Diversamente da Florio (2014a), queste ultime variabili di performance non sono indici costruiti a partire dai dati FORBES, ma sono valori direttamente estratti da ORBIS. Per completezza si sono inoltre calcolati, come rapporti, l'attivo per addetto ed il ricavo per addetto.

Si sono così costruiti due campioni. Un campione con tutte le informazioni disponibili per le 1069 imprese per cui si è riusciti a risalire a un codice identificativo ORBIS. Per queste imprese, tuttavia, in alcuni anni e per alcune variabili vi sono valori mancanti, e quindi si è proceduto anche a generare un campione bilanciato per singola variabile e per singolo anno. L'insieme intersezione di tutti gli anni e di tutte le variabili con valori non mancanti ridurrebbe il campione a 464 imprese. Di seguito presentiamo i valori sia per il campione non bilanciato (tabelle 3, 4, 5, 7) che per i campioni bilanciati per singola variabile (e quindi di numerosità diversa da variabile a variabile) (tabella 6).

Data la dispersione dei dati intorno alla media, consideriamo esclusivamente le mediane per ciascuna variabile. Per quanto questa sia un'analisi puramente descrittiva, ci auguriamo possa contribuire ad una percezione più aggiornata di come oggi le grandi imprese pubbliche siano presenti sulla scena globale.

In merito al primo campione non bilanciato, osserviamo in primo luogo la distribuzione geografica delle nostre osservazioni. Delle poco più di mille imprese che consideriamo, circa il 37% sono negli USA, il 28% in Europa Occidentale (fra cui UK 63, Francia 49, Germania 35, Italia 14). Giappone e Cina sono presenti con rispettivamente 129 e 58 gruppi. Il campione comprende anche 40 imprese in Africa e Medio-Oriente, 46 imprese in Canada, 23 nei paesi dell'Oceania, 53 in America Latina. Sempre in termini di numerosità delle imprese, i settori in cui le grandi imprese pubbliche globali (71) rappresentano una percentuale più elevata rispetto alle private sono quello estrattivo (14%), elettricità e gas (15%), finanza (7%), ma sono rappresentati anche il settore dei trasporti e manifatturiero. Le imprese a partecipazione pubblica delle telecomunicazioni (come altre semi-privatizzate) compaiono in questo campione come imprese private. Una analisi specifica di questo settore, come di quello dell'energia, sarà oggetto di indagini successive da parte del nostro gruppo. Le Tabelle 3 e 4 mostrano anno per anno le mediane del campione totale non bilanciato e dei sotto-insiemi delle imprese pubbliche e private. Tutti i valori sono in Euro correnti (abbiamo effettuato una separata analisi in USD correnti, in futuro potremmo considerare una analisi con un numerario PPA). Può essere utile dividere i dieci anni in due periodi di pari durata: pre-crisi (2004-2008) e

⁸ Questa operazione non è banale perché in ORBIS possono corrispondere diversi codici identificativi per un singolo gruppo FORBES

post-crisi (2009-2013). Anche per effetto di fenomeni di inflazione (tuttavia essendo i valori di partenza in diverse valute in parte le variazioni si compensano), si osserva che le serie non sono stazionarie. I ricavi dell'impresa mediana erano di circa 7 miliardi di Euro nel periodo pre-crisi 2004-2008, e *aumentano* successivamente di circa il 23%. Ancora più rilevante è la variazione dell'attivo, pari a circa 11 miliardi di Euro nel periodo pre-crisi, e aumentato successivamente del 42%. Sembra chiaro che questa performance durante un periodo di crisi globale segnala processi di concentrazione che qui non possiamo indagare ulteriormente, ma che comunque suggeriscono una dinamica sostenuta della grande impresa in questi anni. Anche sotto il profilo dell'occupazione, l'impresa mediana passa dai circa 21 mila addetti inizio periodo ai circa 29 mila del 2013. Dato che occupazione e ricavi crescono circa allo stesso passo, il rapporto è stazionario, intorno ai 300 mila Euro per addetto, mentre l'attivo per addetto cresce da 500 mila per addetto nel primo quinquennio a circa 600 mila negli ultimi anni, suggerendo una intensificazione del capitale. Le imprese pubbliche sono sistematicamente (anno per anno) caratterizzate da attivi maggiori delle private. La dinamica dell'attivo è più veloce per la mediana pubblica rispetto alla privata, passando da 9 miliardi a 24 miliardi Euro fra anno iniziale e finale per la pubblica, contro una variazione da 10 a 17 miliardi per la privata. I ricavi operativi nel periodo pre-crisi erano inferiori per la mediana pubblica rispetto alla privata, successivamente diventano maggiori. Anche l'occupazione aumenta più velocemente nelle imprese pubbliche.

Tabella 3. Caratteristiche dimensionali delle imprese: mediane per anno (dati 2004-2013)

Anni	Tipo di proprietà	Total Asset (Euro)*	Ricavi Operativi (Euro)*	Dipendenti	Total Asset / Dipendenti**	Ricavi Operativi / Dipendenti**
2004	Pubblico	9	4	18.963	0,4	0,2
	Privato	10	6	21.200	0,5	0,3
	Totale	10	6	21.094	0,5	0,3
2005	Pubblico	13	5	23.531	0,4	0,2
	Privato	11	7	23.661	0,5	0,3
	Totale	11	7	23.557	0,5	0,3
2006	Pubblico	14	6	23.508	0,4	0,2
	Privato	11	7	25.169	0,5	0,3
	Totale	11	7	24.959	0,5	0,3
2007	Pubblico	13	6	30.000	0,4	0,2
	Privato	12	7	26.837	0,5	0,3
	Totale	12	7	26.737	0,5	0,3
2008	Pubblico	18	6	33.517	0,4	0,3
	Privato	12	8	27.600	0,5	0,3
	Totale	12	8	27.886	0,5	0,3
2009	Pubblico	20	6	33.111	0,4	0,2
	Privato	13	7	27.000	0,5	0,3
	Totale	13	7	27.263	0,5	0,3
2010	Pubblico	22	8	32.814	0,6	0,3
	Privato	15	8	27.296	0,6	0,3
	Totale	15	8	27.697	0,6	0,3
2011	Pubblico	23	10	34.152	0,6	0,3
	Privato	16	9	27.127	0,6	0,3
	Totale	16	9	27.913	0,6	0,3
2012	Pubblico	25	10	38.163	0,6	0,3
	Privato	17	10	28.465	0,7	0,4
	Totale	17	10	29.431	0,7	0,4

2013	Pubblico	24	10	39.462	0,5	0,3
	Privato	17	9	29.227	0,6	0,3
	Totale	17	9	29.614	0,6	0,3

Fonte: nostra elaborazione da Forbes Global List 2000 e Orbis (BvD)

Nota. Tutti i dati riportati sono basati su osservazioni non-missing.

*Miliardi di Euro **Milioni di Euro per dipendente

Tabella 4. Indicatori di performance delle imprese: mediana campionaria (dati 2004-2013)

Anni	Tipo di proprietà	Ros con Ebitda	Roe b.t.	Roa b.t.
2004	Pubblico	33,4	20,7	7,7
	Privato	18,7	20,9	6,8
	Totale	19,3	20,9	6,8
2005	Pubblico	28,9	21,1	6,6
	Privato	18,7	21,7	7,5
	Totale	19,2	21,6	7,5
2006	Pubblico	32,6	21,3	8,3
	Privato	18,6	23,1	7,8
	Totale	18,8	22,9	7,9
2007	Pubblico	26,7	23,4	7,9
	Privato	18,9	23,1	7,9
	Totale	19,2	23,1	7,9
2008	Pubblico	23,5	21,0	6,7
	Privato	17,3	20,3	7,2
	Totale	17,5	20,4	7,2
2009	Pubblico	25,2	16,8	6,2
	Privato	17,7	15,9	5,8
	Totale	17,9	16,0	5,9
2010	Pubblico	25,7	17,7	6,3
	Privato	18,9	17,6	6,5
	Totale	19,2	17,7	6,5
2011	Pubblico	24,0	17,2	6,4
	Privato	18,6	17,9	6,6
	Totale	18,7	17,8	6,5
2012	Pubblico	23,3	16,9	4,8
	Privato	18,3	16,2	5,8
	Totale	18,5	16,2	5,8
2013	Pubblico	25,2	15,2	4,8
	Privato	18,6	15,6	5,8
	Totale	18,7	15,6	5,8

Fonte: nostra elaborazione da Forbes Global List 2000 e Orbis (BvD)

Nota. Tutti i dati riportati sono basati su osservazioni non-missing.

Passiamo ora a considerare le variabili di performance ed in particolare la differenza di performance fra imprese private e imprese pubbliche. La Tabella 5 sintetizza il quadro dei rapporti caratteristici, prendendo la media fra anni dei valori riportati in precedenza. Il ROS (Ebitda)⁹ della grande impresa pubblica mediana è pari a 26% contro il 18% delle private. ROE e ROA¹⁰ sono invece lievemente inferiori, in misura in sostanza trascurabile. In altre parole, sotto il profilo del

⁹ Si definisce Ros con Ebitda = Ebitda margin (in %, valore scaricato da Orbis) = (Ebitda / Ricavi Operativi)*100

¹⁰ Si definiscono Roe b.t. = Roe before taxes = Roe using Profit & Loss before tax (%) = (Profit before tax / Shareholders funds)*100; Roa b.t. = Roa before taxes = Roa using Profit & Loss before tax (%) = (Profit before tax / Total Assets)*100

rendimento per l'azionista sul capitale proprio dell'impresa, le pubbliche rendono come le private. Il rendimento sul capitale complessivo è in sostanza simile, nonostante la dinamica molto maggiore dell'attivo negli ultimi anni (che spiega invece il risultato precedentemente riportato da Florio (2014a) per un singolo anno. Il margine operativo lordo appare di oltre il 40% maggiore per l'impresa pubblica mediana. Per controllare che non si tratti di un effetto statistico dato dalla struttura non bilanciata del campione, la Tabella 6 riporta un campione bilanciato variabile per variabile e anno per anno (cioè sono state del tutto escluse le imprese per cui un anno o più vi erano valori mancanti). I risultati precedenti sono confermati e semmai accentuati: le imprese pubbliche di questo campione hanno un ROS (calcolato usando EBITDA) più alto del 47% rispetto alle private; un ROE e ROA marginalmente più elevato, con intensità di capitale per addetto e di fatturato per addetto praticamente identici nei due gruppi.

In parte, per quanto riguarda il ROS, vi è un effetto di composizione settoriale, legato alla redditività elevata di alcune industrie in cui più frequentemente sono presenti grandi imprese pubbliche. Non intendiamo qui proporre alcuna particolare interpretazione dei risultati, che vanno considerati come evidenze descrittive: vi torniamo nella sezione conclusiva, dopo avere considerato un campione molto più ampio e una definizione più flessibile di impresa pubblica.

Tabella 5. Caratteristiche dimensionali e di performance delle imprese pubbliche e private (dati 2004-2013)*

Variabili Finanziarie	Tipo di proprietà		
	Totale	Pubblico	Privato
Total Asset (Euro)**	13	18	13
Ricavi Operativi (Euro)**	8	7	8
Dipendenti	26.615	30.722	26.358
ROS calcolato con Ebitda	18,7	26,3	18,4
ROE before taxes	19,2	19,1	19,2
ROA before taxes	6,8	6,6	6,8
Total Asset/Dipendenti***	0,5	0,5	0,5
Ricavi Operativi/Dipendenti***	0,3	0,2	0,3

Fonte: nostra elaborazione da Forbes Global List 2000 e Orbis (BvD)

Nota. Tutti i dati riportati sono basati su osservazioni non-missing.

* Mediane negli anni sul campione non bilanciato **Miliardi di Euro ***Milioni di Euro per dipendente

Tabella 6. Indicatori dimensionali e di performance delle imprese (campione bilanciato – mediane dati 2004-2013)

Variabili	Totale		Pubblico		Privato	
	No. Oss.	Mediana	No. Oss.	Mediana	No. Oss.	Mediana
Total Asset*	800	13,5	52	19,0	752	13,0
Ricavi Operativi*	794	7,5	52	6,8	746	7,5
Dipendenti	542	28.626	29	28.034	516	28.939
Ros (Ebitda)	677	18,6	44	26,7	637	18,2
Roe b.t.	756	16,4	50	17,9	710	16,3
Roa b.t.	745	5,7	51	6,5	698	5,7
Total	542	0,5	29	0,5	516	0,5
Asset/Dipendenti**						

Ricavi Operativi/Dipendenti**	538	0,3	29	0,3	512	0,3
-------------------------------	-----	-----	----	-----	-----	-----

Nota. Tutti i dati riportati sono basati su osservazioni non-mancanti. In particolare, ogni valore rappresenta il numero di imprese che hanno dati non-missing per ciascuna variabile in ogni anno (dal 2004 al 2013).

*Miliardi di Euro

**Milioni di Euro per dipendente

Tabella 7. Distribuzione settoriale delle performance delle imprese: mediane (dati 2004-2013)

Codice Nace	Ros (Ebitda)		Roe b.t.		Roa b.t.	
	Pubblico	Privato	Pubblico	Privato	Pubblico	Privato
Attività Estrattive	38,30	37,86	28,33	27,31	14,15	11,73
Attività Manifatturiere	9,96	15,33	20,31	20,84	6,72	8,09
Elettricità, Acqua e Rifiuti	27,91	22,55	15,45	17,11	4,61	4,21
Costruzioni & Commercio	7,83	7,17	21,90	21,95	7,52	8,49
Trasporti & Attività di ristorazione	16,80	19,18	15,25	16,02	6,38	5,50
Telecomunicazioni	42,10	32,89	23,83	21,54	12,31	8,78
Attività Finanziarie	9,93	38,09	13,84	13,78	1,77	2,35
Altre attività e servizi	22,67	37,91	15,85	12,07	1,44	1,32

Fonte: nostra elaborazione da Forbes Global List 2000 e Orbis (BvD)

Nota. Tutti i dati riportati sono basati su osservazioni non-missing.

4. Imprese pubbliche e private nel mercato per il controllo delle società

Procediamo ora ad allargare la visuale prendendo in considerazione tutte le imprese che hanno effettuato operazioni di acquisizione e fusione nell'ultimo decennio. Inoltre adottiamo una definizione più appropriata rispetto a quella data in precedenza che si limitava a considerare imprese dove il controllo dell'azionista pubblico è superiore al 50% (Christianen 2011, Kowalski *et al.* 2013). Come Musacchio e Lazzarini (2014) consideriamo infatti pubblica ogni impresa in cui il principale azionista sia un'istituzione pubblica o governativa (qualunque sia la quota di azioni da essi detenuta). Combinando i dati e informazioni riportati da Orbis e Zephyr selezioniamo solo le transazioni: 1) per cui è possibile determinare la natura proprietaria - pubblica o privata - dell'acquirente nell'anno prima della M&A e la quota di azioni detenuta dal principale azionista di riferimento; e 2) per cui dati economici di performance di impresa nell'anno precedente alla transazione siano simultaneamente disponibili sia per l'acquirente che per l'impresa acquisita. Dal momento che molte imprese pubbliche non sono quotate, la performance economica non viene misurata dal relativo valore azionario, ma dall'indicatore ROS, calcolato come rapporto tra reddito operativo e ricavi aziendali (EBIT/ operating revenues). Diversamente da quanto sopra in cui consideravamo l'EBITDA in questo modo possiamo prescindere dall'effetto degli ammortamenti. Poiché la serie storica dei dati societari riportati da Orbis inizia nel 2004, consideriamo solo le M&As che hanno avuto luogo a livello globale nel periodo 2005-2012.

Il nostro campione così selezionato è composto da 25.322 osservazioni, di cui circa il 10% (2.488) sono M&As effettuate da un'impresa pubblica, come sopra definita. Per ciascuna di queste transazioni conosciamo sia per l'acquirente che per l'impresa acquisita: il paese, il settore, l'attivo totale, il reddito e l'EBIT registrato l'anno prima dell'operazione. Inoltre possiamo determinare se l'acquirente sia quotato o meno e la relativa natura proprietaria.

Per ciascuna operazione, analizziamo la *performance pre-deal* di acquirente e target e ne misuriamo la differenza. Procedendo per gradi, ci interessa innanzitutto testare se acquirenti privati hanno una maggiore profittabilità dei rispettivi *target*. Vogliamo cioè verificare se la teoria del MCC secondo

cui *high buys low* è confermata anche per il nostro campione estratto da Zephyr e quando la performance è misurata indici di bilancio invece che attraverso il valore azionario. Successivamente analizziamo se questo risultato può essere esteso anche al caso di acquirenti pubblici e se la differenza di performance tra acquirente e target varia in funzione della proprietà dell'acquirente: se tale differenza si riduce o si amplifica nel caso in cui l'acquirente sia pubblico. Si vuole cioè determinare se e in quali casi prevalga la finalità sostitutiva intrinseca nelle M&As (*high buys low*) o quella complementare suggerita da RKR (2008) (*like buys like*). Infine, studiamo come questi risultati variano al considerare diverse tipologie di imprese pubbliche. Dopo aver analizzato le statistiche descrittive del nostro campione, sviluppiamo un'analisi empirica per verificare se la differenza di ROS tra acquirente e il rispettivo target è positiva e dipende dalla natura dell'acquirente dopo il controllo per alcune caratteristiche sia della società acquirente e la destinazione. Di seguito presentiamo il campione da noi analizzato e ne discutiamo alcune statistiche descrittive. Per i risultati empirici ottenuti con un'analisi econometrica si rimanda invece a Clò *et al.* (2014b) che in sostanza confermano il quadro qui presentato.

Di seguito analizziamo la composizione e le caratteristiche dei due campioni composti da acquisizioni effettuate rispettivamente da imprese private e pubbliche. La tabella 8 mostra che:

- Gli acquirenti privati mostrano in media ROS, EBIT e risultati operativi maggiori dei rispettivi *target*. Pertanto, la proposizione generale per cui "il migliore compra il peggiore" è valida anche per il nostro campione e facendo riferimento a indici di bilancio invece che a valori azionari.
- Il risultato precedente è confermato quando l'acquirente è una impresa pubblica. Inoltre, in quest'ultimo caso la differenza di performance tra impresa acquirente e acquisita tende a crescere rispetto al *benchmark* privato. Ciò sembra dipendere sia dalle caratteristiche del *target* che dell'acquirente, ma in particolare da quest'ultimo. Infatti: 1) gli acquirenti pubblici hanno maggiori attivi, EBIT, risultati operativi e ROS degli acquirenti privati; 2) i *target* acquisiti dal pubblico hanno attivi, EBIT e risultati operativi minori rispetto ai *target* acquisiti dal privato; ma 3) i ROS registrati dalle due tipologie di *target* sono piuttosto simili o, comunque, presentano una differenza minore rispetto quella che si registra tra i rispettivi acquirenti privati e pubblici.

Tabella 8. Statistiche descrittive del campione

		Deal con acquirente privato			Deal con acquirente pubblico			Public/private	
		A	T	A-T	A	T	A-T	A	T
Osservazioni		22,844			2,488			11%	
ROS	Media	12.55	6.41	6.14	14.92	5.79	9.14	1.2	0.9
	Sd	22	23	29	24	22	31		
Risultato op. (mil €)	Media	3,052.9	1,359.4	1,693.5	6,412.2	646.1	5,766.2	2.1	0.5
	Sd	11,449	6,395	10,056	16,461	2,794	16,165		
EBIT (mil €)	Media	529.4	356.0	173.4	1,087.5	76.5	1,011.0	2.1	0.2
	Sd	2,321	2,089	1,266	3,554	503	3,517		
Asset (mil €)	Media	4,536.6	2,184.6	2,352.0	12,320.4	934.3	11,386.1	2.7	0.4
	Sd	19,11	10,923	16,614	32,472	4,602	32,085		

Fonte: nostre elaborazioni su Zephyr e Orbis (BvD)

Nota: A = acquirente; T = Target

La distribuzione delle M&As rispetto ad alcune variabili di interesse (tab. 9) è tendenzialmente allineata tra i due sottocampioni (M&As effettuate da pubblico e privato). In particolare:

- a) il peso delle acquisizioni effettuate da imprese non quotate è leggermente maggiore in entrambi i sottocampioni, con una percentuale allineata tra pubblico e privato (53% delle transazioni per il privato e 52% per il pubblico);
- b) la percentuale di acquisizioni che coinvolgono imprese collocate in paesi e in settori diversi è comparabile per i due sotto-gruppi. L'acquirente privato effettua relativamente più transazioni transfrontaliere (25% contro il 21% dell'impresa pubblica), mentre l'acquirente pubblico presenta una maggiore percentuale di acquisizioni in settori diversi (55% contro il 50%);
- c) alcune differenze significative riguardano invece la collocazione geografica degli acquirenti pubblici e privati. Per quanto riguarda l'impresa pubblica osserviamo in termini percentuali una maggiore concentrazione - rispetto all'acquirente privato - in Cina, Russia, nel settore estrattivo, energetico e negli altri settori di servizi di interesse generale. Questa distribuzione è in linea con le nostre aspettative basate sulla analisi delle grandi imprese nella sezione precedente. In termini assoluti, l'impresa pubblica ha effettuato più acquisizioni del privato solo nel settore energetico. Al contrario, l'acquirente privato è maggiormente concentrato in Nord America, Europa occidentale, nel settore manifatturiero e finanziario.

Queste informazioni ci suggeriscono che i due campioni di transazioni effettuate da imprese pubbliche e private, pur presentando diversa numerosità e alcune differenze non trascurabili in termini di distribuzione, sono comunque ampiamente comparabili.

Tabella 9. Distribuzione delle M&As effettuati da imprese pubbliche e private

	Privato		Pubblico	
	M&As	% su tot	M&As	% su tot
Totale	22.844	100%	2.488	100%
Acquirente non quotato	12.107	53%	1.294	52%
Acquirente quotato	10.737	47%	1.194	48%
M&A trans-frontaliera	5.711	25%	522	21%
M&A domestica	17.133	75%	1.966	79%
Diversa industria	11.422	50%	1.368	55%
Stessa industria	11.422	50%	1.120	45%
Paese				
Resto del mondo	4.112	18%	323	13%
Cina	228	1%	149	6%
Nord America	1.371	6%	25	1%
Russia	2.056	9%	672	27%
Medio Oriente	228	1%	25	1%
EU occidentale	13.250	58%	1.095	44%
EU orientale	1.828	8%	199	8%
Industria				
Altri settori	6.625	29%	373	15%
Energia	228	1%	373	15%
altri SIG	2.284	10%	348	14%
Finanziario	5.939	26%	547	22%
Estrattivo	914	4%	224	9%

Manifattura	6.853	30%	597	24%
-------------	-------	-----	-----	-----

Fonte: nostre elaborazioni su Zephyr e Orbis (BvD)

Concentrandoci sul ROS degli acquirenti e dei target e sulla loro differenza emergono le seguenti differenze e similarità tra i gruppi di M&As effettuate da imprese pubbliche e private (tab. 10).

Lo spread di performance tra le due controparti (impresa acquirente e acquisita) sembra dipendere di più dall'esposizione dell'acquirente alle valutazioni dei mercati azionari che dalla rispettiva natura proprietaria. In particolare osserviamo che:

$$\Delta ROS_{\text{privato quotato}} < \Delta ROS_{\text{pubblico quotato}} < \Delta ROS_{\text{privato non quotato}} < \Delta ROS_{\text{pubblico non quotato}}$$

dove per ΔROS si intende la media della differenza di ROS tra acquirente e relativo target in ciascuna transazione. In particolare, osserviamo che: 1) in termini di spread di ROS tra acquirente e acquisita, le scelte degli acquirenti privati quotati assomigliano di più a quelle effettuate da acquirenti pubblici quotati; 2) acquirenti privati non quotati si comportano in maniera più simile a imprese pubbliche non quotate che a privati quotati; 3) guardando i deals effettuati da una impresa quotata, acquirenti privati e pubblici hanno in media un ROS molto simile e anche le differenze tra i rispettivi target sono contenute.

Passando ad esaminare le operazioni in cui acquirente e target sono in paesi diversi, osserviamo che acquirenti pubblici presentano un ROS minore del privato, e lo stesso vale per i rispettivi target. Di conseguenza, lo spread di performance è abbastanza simile. Inoltre, indipendentemente dalla natura proprietaria dell'acquirente, le imprese che acquistano all'estero scelgono imprese migliori di quelle acquisite all'interno dei propri confini (presumibilmente perché richiedono un premio per il rischio e per i maggiori costi di transazione). Nel caso privato, anche gli acquirenti domestici hanno un ROS minore dei privati che si internazionalizzano. Al contrario, nel caso pubblico, gli acquirenti domestici hanno un ROS maggiore ma acquistano imprese peggiori. In conclusione, i dati suggeriscono che le imprese pubbliche internazionalizzate adottano un comportamento (in termini di impresa acquisita) più simile ai privati che effettuano acquisizioni transfrontaliere rispetto alle imprese pubbliche che operano a livello nazionale¹¹.

Guardando alla collocazione industriale delle imprese si evince che la differenza di *performance* diminuisce quando le imprese ai due lati della transazione operano nello stesso settore. Questo è vero sia per acquirenti pubblici che privati. In particolare, gli acquirenti - privati e pubblici - che acquisiscono un'impresa collocata in un settore diverso hanno un ROS maggiore ma acquisiscono imprese con ROS peggiori rispetto al caso di M&As che avvengono nel medesimo settore.

Infine alcune importanti differenze si osservano in base alla collocazione geografica e settoriale dell'acquirente. Quello pubblico mostra una maggiore performance in Russia, nel settore estrattivo

¹¹ Una analisi per singoli settori delle operazioni di M&A conferma quanto si trova a livello aggregato. Ad esempio guardando le operazioni transfrontaliere nel settore energetico fra il 2005 e il 2012, di cui 56 con acquirente pubblico e 150 con acquirente privato, il valore mediano del ROS dell'acquirente è 22,9 % nel caso di acquirente pubblico e 10,8% nel caso di acquirente privato. Per il ROE la mediana è rispettivamente del 17,4% per acquirenti pubblici e 17,14% per gli acquirenti privati. Infine per il ROA, la mediana è 7,19% nel caso di acquirenti pubblici e 6,3% per gli acquirenti privati. Quindi quanto osservato non è un effetto di composizione dovuto all'incidenza del settore energetico quando si considerano le imprese pubbliche. Analoghi risultati, qui non riportati si ottengono per il settore delle telecomunicazioni. Le imprese pubbliche del settore considerato sono comunque molto più grandi di quelle private, per cui non si può escludere un effetto dimensionale. Si rinvia a Clò et al (2014b) per l'analisi di regressione che include variabili di settore e geografiche e che conduce a concludere che i risultati sono robusti rispetto all'esclusione del settore estrattivo e della Russia. In circa tre quarti dei casi le imprese pubbliche considerate nel settore energetico hanno fatto acquisizioni transfrontaliere di imprese private.

e in quello energetico (probabilmente ai prezzi del petrolio del 2015 osserveremmo tuttavia una significativa correzione), mentre l'acquirente privato ha un maggiore ROS particolarmente nel settore finanziario.

Tabella 10. ROS di acquirenti e target per M&As effettuati da imprese pubbliche e private

		Privato			Pubblico		
		Acquirente	Target	A-T	Acquirer	Target	A-T
Acquirente quotato							
0	ROS media	11.8	4.6	7.2	16.0	3.7	12.3
	ROS sd	24	22	31	28	21	34
1	ROS media	13.4	8.5	4.9	13.7	8.0	5.7
	ROS sd	20	23	26	19	23	27
Stesso paese							
0	ROS media	16.1	9.2	6.9	13.6	7.8	5.8
	ROS sd	21	23	27	17	24	28
1	ROS media	11.3	5.4	5.9	15.3	5.3	10.0
	ROS sd	23	22	29	26	22	32
Stessa industria							
0	ROS media	14.7	6.0	8.7	16.3	4.3	12.0
	ROS sd	26	23	32	28	24	36
1	ROS media	10.4	6.9	3.5	13.3	7.6	5.7
	ROS sd	18	22	25	18	21	25
Paese							
Resto del mondo	ROS media	15.6	11.5	4.0	13.2	9.3	3.9
	ROS sd	19	23	23	17	25	26
Cina	ROS media	10.0	6.3	3.7	13.3	9.3	4.0
	ROS sd	13	15	18	12	22	24
Nord Am.	ROS media	13.2	6.7	6.5	13.8	15.1	-1.3
	ROS sd	22	24	30	22	22	30
Russia	ROS media	13.7	6.8	6.9	21.2	6.0	15.3
	ROS sd	24	19	28	32	20	36
Medio Oriente	ROS media	29.4	12.5	16.9	25.5	16.8	8.8
	ROS sd	28	33	42	14	30	34
EU occidentale	ROS media	11.6	5.2	6.4	12.4	4.2	8.1
	ROS sd	22	22	30	23	24	31
EU orientale	ROS media	10.1	2.9	7.2	10.4	3.3	7.1
	ROS sd	24	24	32	16	19	24
Industria							
Altri settori	ROS media	7.2	4.4	2.8	9.2	4.0	5.2
	ROS sd	17	20	25	22	23	30
Energia	ROS media	10.6	10.2	0.4	16.2	8.8	7.4
	ROS sd	19	22	25	18	22	26
altri SIG	ROS media	9.5	5.5	4.0	11.2	6.0	5.2
	ROS sd	18	21	26	16	22	24
Finanziario	ROS media	21.9	8.1	13.9	15.7	2.5	13.2
	ROS sd	30	26	38	30	24	37
Estrattivo	ROS media	26.0	23.0	3.0	39.8	7.8	32.0
	ROS sd	20	25	23	35	25	43
Manifattura	ROS media	8.8	4.8	4.1	9.6	7.1	2.5

Fonte: nostre elaborazioni su *Zephyr e Orbis (BvD)*

Sebbene queste medie siano non condizionate, esse ci danno una indicazione piuttosto chiara sul comportamento delle imprese pubbliche e private e sulle variabili principali da cui esso dipende. Di seguito riassumiamo anche i risultati dell'analisi empirica condotta con una batteria di modelli econometrici, rimandando a Clò *et al.* (2014b) per una descrizione puntuale dell' approccio empirico e dei relativi risultati. L'analisi empirica conferma che, prima della transazione, l'acquirente ha una *performance* migliore dell' impresa acquisita, e questo è verificato indipendentemente dalla natura proprietaria dell'acquirente. La “*inefficient management hypothesis*” risulta quindi confermata anche per le transazioni effettuate da un soggetto pubblico e tale evidenza ci porta a rifiutare la tesi secondo cui la presenza di imprese pubbliche nel mercato delle acquisizioni costituisca un fattore di disturbo che ne limiti il corretto funzionamento, o quantomeno non troviamo una evidenza che lo suggerisca guardando i dati di bilancio. Inoltre, le due controparti hanno ROS più simili quando l'acquirente è privato, quando è quotato, se proviene dai paesi occidentali (Europa occidentale e Nord America), quando appartengono alla stessa industria e hanno dimensioni simili. Questa tipologia di transazioni sembra quindi comparabile con quella analizzata da RKR (2008) (i quali si concentrano solo su transazioni effettuate da imprese private, USA e quotate): confermiamo la loro evidenza *like buys like* che tuttavia rimane un caso particolare non estendibile ad altre tipologie di M&A. L'analisi delle diverse tipologie di acquirenti pubblici e privati evidenzia che il comportamento degli acquirenti – in termini di tipologia di impresa acquisita – dipende più dalla loro esposizione agli incentivi di mercato che alla loro natura proprietaria. Acquirenti pubblici quotati si comportano in maniera non dissimile da acquirenti privati quotati, e lo stesso si riscontra osservando acquirenti pubblici e privati non quotati. Anche gli acquirenti pubblici che decidono di internazionalizzarsi attraverso acquisizioni transfrontaliere comprano imprese più simili a quelle acquisite da imprese private internazionalizzate che a imprese pubbliche o private che effettuano che acquisiscono imprese che operano nello stesso Paese.

Maggiori divergenze emergono quando l'acquirente pubblico è collocato in Russia e opera nel settore estrattivo. Al contrario, non si riscontrano differenze statisticamente significative tra imprese pubbliche e private basate in Cina; né fra imprese pubbliche e private in settori regolati e nelle industrie a rete (settore energetico e altri settori di interesse generale), portandoci a ritenere improbabile la congettura che i risultati descritti dipendano dal doppio ruolo dello Stato – al contempo regolatore e controllore di alcune imprese strategiche – e dal rischio di discriminazione a favore di imprese pubbliche, anche se questo solo analisi approfondite per paese e settore possono essere decisive.

5. Conclusioni e implicazioni per le politiche pubbliche

Abbiamo mostrato, in linea con recenti lavori sopra citati degli economisti dell'OCSE, e in contrasto con diffuse percezioni riportate dai media, che le grandi imprese pubbliche hanno conseguito nell'ultimo decennio *performance* in linea con le grandi imprese private, soprattutto sotto il profilo del ROS e nei settori in cui sono più presenti. Non siamo in grado qui di fornire una interpretazione del fenomeno paese per paese e settore per settore, ma ci sembra interessante segnalarlo in vista di future indagini più approfondite.

In secondo luogo, considerando il mercato del controllo della proprietà, contribuiamo alla letteratura sul mercato del controllo introducendo nel quadro la distinzione fra proprietà pubblica e

privata. I nostri risultati confermano che, in generale, le imprese acquirenti private e pubbliche sono più grandi ed hanno migliori performance finanziarie dei corrispettivi *target*. Questo primo risultato conferma il paradigma generale dell'*high buys low*, in linea con la precedente letteratura sulle M&As (Maksimovic and Phillips 2001, Jovanovic and Rousseau 2002, Andrade and Stafford 2004), e lo estende al caso di M&As effettuate da acquirenti pubblici. Infatti, anche l'acquirente pubblico risulta essere migliore del *target* per quanto concerne Total Asset, Turnover, EBIT e ROS. Naturalmente, ulteriori ricerche sono necessarie per analizzare quali sono le principali determinanti che conducono le imprese pubbliche ad effettuare operazioni di M&A e quali sono le eventuali differenze di motivazioni rispetto ai privati, oltre alle considerazioni puramente economiche e finanziarie, come suggerito da diversi studi (Chernykh 2011, Luo and Tung 2007, Jeong and Weiner 2012 and Ramasamy *et al.* 2012).

Ampliando la prospettiva, il ritorno degli Stati e delle imprese a controllo pubblico è fenomeno a cui il dibattito politico ed economico ha iniziato a riferirsi in termini di *ascesa del capitalismo di Stato* (The Economist, *Visible hand: the rise of state capitalism*, 21 Gennaio 2012). Il capitalismo di Stato è descritto come un nuovo sistema emergente caratterizzato da forti legami tra politici e manager di impresa, le cui strategie sono definite secondo una logica politica piuttosto che economica; un sistema in cui: “*the State functions as the leading economic actor and uses markets primarily for political gain*” (Bremmer 2009) e dove “*the ultimate motive is not economic (maximizing growth) but political (maximizing the state’s power and the leadership’s chances of survival)*” (Bremmer, 2010, pp. 4–5).

La diversa tipologia di attori economici che lo caratterizzano, e il mutato contesto economico nel quale si sta sviluppando, fanno tuttavia dell'odierno capitalismo di Stato un fenomeno alquanto diverso rispetto al modello di monopolio pubblico che ha contraddistinto nel secolo scorso l'assetto organizzativo e gestionale dei servizi di interesse generale nelle economie miste dei paesi più sviluppati; ed anche rispetto a quel capitalismo di Stato che negli anni Settanta ha portato diversi paesi del Terzo Mondo¹² a espropriare e nazionalizzare industrie strategiche per garantire il controllo pubblico di risorse naturali, la cui gestione continuava comunque a dipendere dai capitali, dal know-how e dalle tecnologie delle economie industrializzate (Dupuy and Truchil 1979). Inoltre, la direzione centralizzata di imprese interamente controllate dallo Stato in un modello di economia pianificata è stata progressivamente sostituita da un modello economico maggiormente orientato al mercato (Tipton 2009), caratterizzato da un coinvolgimento meno pervasivo dello Stato, da un controllo indiretto di industrie strategiche e da una grande varietà di soggetti attraverso i quali i governi esercitano il loro potere economico e politico nell'economia globale.

Il nuovo capitalismo di Stato non è più un fenomeno interno tipico di paesi periferici. Al contrario, si sta diffondendo in un mutato scenario economico globalizzato tra paesi che, come i BRICS, esercitano una crescente influenza politica ed economica. Il nuovo capitalismo di Stato porta quindi con sé profonde ripercussioni sugli equilibri economici e geo-politici mondiali (Hart e Jones 2011, Ostrowski 2012).

Questa nuova forma ibrida di capitalismo di Stato è stata descritta come “*the widespread influence of the government in the economy, either by owning majority or minority equity positions in companies or through the provision of subsidized credit and/or other privileges to private companies*” (Musacchio and Lazzarini 2012, pp. 3-4). In particolare, gli autori distinguono diverse

¹² Ad esempio Algeria, Etiopia, Brasile, Colombia, Perù, Venezuela o Argentina (Petras 1977; Fernandez and Ocampo 1975; Bamat 1977; Farsoun 1975)

forme di capitalismo di Stato in funzione del diverso grado di coinvolgimento dello Stato nell'economia: *Leviathan as a majority investor* dove lo Stato detiene il controllo maggioritario di imprese e un *Leviathan as a minority investor* dove il ruolo dello Stato è più indiretto, ad esempio attraverso la detenzione di una percentuale minoritaria di azioni di imprese private o un finanziamento agevolato condizionatamente al raggiungimento di obiettivi politici da parte di istituzioni finanziarie come fondi sovrani, banche di sviluppo o fondi pensione pubblici.

Questi fenomeni stanno sollevando preoccupazioni non solo politiche, ma anche economiche, che al momento non sono sempre giustificate. Ad esempio a volte si continua a ripetere che le imprese pubbliche sono di per sé inefficienti e la loro espansione avrà un impatto negativo sull'efficienza dei mercati. Nel 2012, *The Economist* avvertiva che “*state companies use capital less efficiently than private ones, and grow more slowly*” e che “*there is striking evidence that state-owned companies are not only less innovative but also less productive than their private competitors*” (*The Economist Visible hand: the rise of state capitalism*, 21 Gennaio 2012).

Alla base di queste preoccupazioni vi è forse la percezione che ancora oggi le imprese pubbliche abbiano risultati peggiori dei corrispettivi privati, siano non sufficientemente esposte a sistemi di incentivazione di mercato, manchino di una chiara funzione obiettivo o siano catturate dai politici. Coerentemente alla definizione sopra riportata di capitalismo di Stato, si sostiene che i governi continuino a controllare diverse imprese per ragioni politiche o strategiche e abbiano il potere di influenzarne l'operato in un modo non sempre trasparente. Inoltre, il doppio ruolo del governo, al tempo stesso regolatore e attore di mercato, si ritiene che possa indurre trattamenti discriminatori a scapito di concorrenti stranieri la cui attività rischia di essere ostacolata da barriere crescenti e altre forme di protezionismo generalmente lesivi dell'efficienza economica.

Alcuni studi suggeriscono come diversi Paesi strumentalizzino le imprese pubbliche attive nei mercati internazionali per perseguire obiettivi politici, strategici e non commerciali (Ramasamy *et al.* 2012), causando effetti anti-competitivi, distorsioni economiche e inefficienze a livello globale (Kowalski *et al.* 2013). D'altronde, è stato osservato che banche di sviluppo, fondi pensione pubblici o fondi sovrani che tipicamente garantiscono ad imprese private un sostegno finanziario di lungo periodo, rivestono anche un ruolo attivo nella relativa governance (Armendáriz e Aghion 1999). E si sostiene che anche nelle economie più liberali come quella statunitense, l'intervento pubblico finalizzato a salvare determinate imprese sia stato accompagnato da una crescente interferenza politica sulle scelte e sul portafoglio di impresa, al fine di perseguire obiettivi diversi dalla massimizzazione del relativo valore azionario (Kahan and Rock 2011).

Questa discussione, che per certi versi replica quella che ha portato alle privatizzazioni venti anni fa, si gioverebbe di un approccio più *evidence-based*.

I nostri dati suggeriscono che almeno una delle premesse di queste preoccupazioni non sembra fondata. Per quanto qui non abbiamo in senso stretto proposto una analisi dell'efficienza e del rapporto con le istituzioni, che richiederebbe uno studio della produttività delle imprese pubbliche condizionato alla qualità dei governi (cfr ad esempio Borghi *et al.* 2014), crediamo che non vi sia evidenza che sul piano globale i risultati e i comportamenti delle imprese pubbliche contemporanee perturbino il funzionamento dei mercati. Per quanto riguarda le maggiori imprese del mondo, quelle pubbliche (nella definizione più restrittiva di controllo maggioritario) sono al più il 10 per cento del totale. Adottando una definizione più ampia (controllo effettivo) probabilmente fra le 2000 maggiori imprese del mondo circa il 20% sono a controllo pubblico. Il fatto che il loro rendimento per l'azionista e sull'attivo sia confrontabile con quello privato dovrebbe essere considerato

complessivamente una buona notizia. Sicuramente queste imprese pubbliche contemporanee non gravano sul bilancio degli stati, e quindi sui contribuenti. Il fatto che il ROS risulti talvolta più elevato per le imprese pubbliche che per le private richiede certamente una analisi più approfondita, settore per settore. Christiansen e Kim (2014) collegano il maggiore ROS delle imprese pubbliche, che trovano anche loro, ad un sospetto di maggiore potere di mercato rispetto alle imprese private, in settori quali le telecomunicazioni, l'energia, i trasporti. Non portano tuttavia evidenze dirette a riguardo, in particolare non offrono alcuna evidenza che, ad es. la quota di mercato sia maggiore quando l'*incumbent* è pubblico in certi settori, limitandosi a osservare che tradizionalmente margini più elevati vanno interpretati in tale senso. Chiaramente, ulteriori ricerche empiriche sono necessarie a questo riguardo.

Ma il profilo più interessante, anche dal punto di vista politico, è quello del ruolo delle imprese pubbliche nel mercato del controllo della proprietà. Se si considera efficiente che una impresa con *performance* più elevata ne acquisti una con *performance* meno elevata, un argomento che è stato spesso invocato a sostegno delle privatizzazioni, lo stesso argomento dovrebbe valere in senso opposto (imprese pubbliche più performanti che acquistano imprese meno performanti, private o pubbliche indifferentemente). L'evidenza che abbiamo trovato va complessivamente in questa direzione, peraltro mostrando che quando le imprese pubbliche sono quotate ed effettuano operazioni transfrontaliere hanno comportamenti abbastanza simili a quelle delle imprese private.

Ovviamente il fatto che molte di queste imprese siano cinesi o russe può eventualmente costituire motivo di preoccupazione ad esempio per l'Unione Europea o gli USA da altri punti di vista, ad esempio per ragioni strategiche, ma a nostro avviso non perché si tratta di imprese pubbliche. Inoltre, fra le imprese pubbliche o a partecipazione statale più attive oggi nel quadro internazionale troviamo un consistente gruppo di imprese francesi, tedesche, dei paesi scandinavi e anche alcune grandi imprese italiane. Forse è arrivato il momento di riconsiderare complessivamente il ruolo e la dinamica di queste imprese come soggetti economici, liberandoci di percezioni che appaiono datate.

Bibliografia

- Agrawal A. and Jaffe J. (1995), Does section 16b deter insider trading by target managers?, *Journal of Financial Economics*, 39, 295-321
- Agrawal A. and Walking R. (1994), Executive careers and compensation surrounding takeover bids, *Journal of Finance*, 49, 985-1014
- Alonso J.M., Clifton J., Díaz-Fuentes D. Fernandez-Gutiérrez M.& Revuelta J., (2013). "The race for international markets: Were privatized telecommunications incumbents more successful than their public counterparts?, " *International Review of Applied Economics*, Taylor & Francis Journals, vol. 27(2), pages 215-236, March
- Andrade, G. and E. Stafford (2004), Investigating the Economic Role of Mergers, *Journal of Corporate Finance* 10, 1-36.
- Armendáriz de Aghion, B. 1999. Development banking. *Journal of Development Economics*, 58: 83-100.
- Bai, C.-E., & Xu, L. C. 2005. Incentives for CEOs with multitasks: evidence from Chinese state-owned enterprises. *Journal of Comparative Economics*, 33: 517-539.
- Bamat, Thomas. (1977) 'Relative State Autonomy and Capitalism in Brazil and Peru,' *The Insurgent Sociologist*, Vol. VII, No. 2, 1977.

- Bernier, L. (eds.) (2014), *Public enterprises today: missions, performance and governance. Learning from fifteen cases*, Social Economy and Public Economics series, n. 5, P.I.E. Peter Lang S.A.
- Borghesi, E., Del Bo, C. F., Florio, M. (2014), Institutions and Firms' Productivity: Evidence from Electricity Distribution in the EU, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 0305–9049, doi: 10.1111/obes.12087
- Borraz, F.; Pampillón, N.G.; Olarreaga, M. (2013) “*Water Nationalization and Service Quality*”, World Bank Policy Research Working Paper No. 6318.
- Bortolotti B., Combini C., Rondi L. (2012) “*Regulatory Independence, Ownership and Firm Value: The Role of Political Institutions*”, European University Institute (EUI) Working Paper RSCAS
- Breinlich H. (2008) Trade Liberalization and Industrial Restructuring through Mergers and Acquisitions, *Journal of International Economics*, Volume 76, Issue 2, 254–266
- Bremmer, I. 2009., State Capitalism Comes of Age: The End of the Free Market ?, *Foreign Affairs*, May/June.
- Bremmer, I. 2010. *The end of the free market: who wins the war between states and corporations?* New York: Portfolio/Penguin.
- Büge M., Egeland M., Kowalski, P. Sztajerowska M. (2013), State-owned enterprises in the global economy: Reason for concern?, VOX CEPR Policy Portal, available at: <http://www.voxeu.org/article/state-owned-enterprises-global-economy-reason-concern>
- Camerlynck J., Ooghe H., De Langhe T. (2005) Pre-Acquisition Profile of Privately Held Companies Involved in Take-Overs: An Empirical Study, *Small Business Economics*, Volume 24, Issue 2, 169-186
- Chavez, D. and Torres, S. (eds.) (2014), *Reorienting Development: State-owned Enterprises in Latin America and the World*, Amsterdam, Transnational Institute.
- Chernykh L. (2011), “Profit or politics? Understanding renationalizations in Russia”, *Journal of Corporate Finance*, 17, 1237–1253
- Christiansen, H. (2011), The Size and Composition of the SOE Sector in OECD Countries, *OECD Corporate Governance Working Papers*, No. 5, OECD Publishing.
- Christiansen, H. and Kim, Y. (2014), State-Invested Enterprises in the Global Marketplace: Implications for a Level Playing Field, *OECD Corporate Governance Working Papers*, No. 14, OECD Publishing.
- Clò, S., Del Bò, C., Ferraris, M., Fiorio, C., Florio, M., Vandone, D. (2014a) “Publicization versus Privatization: Recent worldwide evidence,” *CIRIEC Working Papers 1403*, CIRIEC - Université de Liège.
- Clò, S., Fiorio, C. & Florio, M. (2014b), Ownership and performance in the market for corporate control: the role of state-owned enterprises, *Departmental Working Papers 2014-17*, Department of Economics, Management and Quantitative Methods at Università degli Studi di Milano.
- Delponte, L., Sorrentino, M., Turri, M. and Vandone, D. (2014), The transformation of Milan's city energy enterprise in a leading national industry group, in Bernier, L. (eds.) (2014), *Public enterprises today: missions, performance and governance. Learning from fifteen cases*, P.I.E. Peter Lang S.A.
- Dupuy, Alex and Truchil, Barry. (1979) ‘Problems in the Theory of State Capitalism’, *Theory and Society*, Vol. 8, No. 1, July, pp 1-38
- Florio M. (2014), The return of public enterprise, *Working Papers 201401*, Centre for Industrial Studies (CSIL).
- Fernandez, Raul and Ocampo, Jose. (1975) ‘The Andean Pact and State Capitalism in Columbia,’ *Latin American Perspectives*, Issue 6, Vol. II, No. 3.

- Finon, D. & Roques, F. (2013). "European Electricity Market Reforms: The "Visible Hand" of Public Coordination," *Economics of Energy & Environmental Policy*, International Association for Energy Economics, vol. 0, n. 2.
- Florio, M. (eds.) (2013), Public enterprises and quality of institutions: alternatives to privatization, Special Issue in *International Review of Applied Economics*, vol. 27, n. 2, March.
- Florio, M. (2014a), Empresas públicas contemporáneas en una perspectiva global: teoría y evidencia, *Revista del CLAD Reforma y Democracia*, n. 60, Centro Latinoamericano de Administración para el Desarrollo
- Florio, M. (2014b), Contemporary public enterprises: innovation, accountability, governance, *Journal of Economic Policy Reform*, vol. 17, n. 3. Thematic issue on "Critical issues in public enterprises reform", Florio M. (eds.).
- Florio, M. (2014c), The return of public enterprise, in Chavez, D. and Torres, S. (eds.) (2014), *Reorienting Development: State-owned Enterprises in Latin America and the World*, Amsterdam, Transnational Institute.
- Florio, M. (eds.) (2014d), Critical issues in public enterprises reform, *Journal of Economic Policy Reform*, vol. 17, issue 3, Taylor & Francis Journals.
- Florio, M. and Fecher, F. (Eds.) (2014), "The future of public enterprises: contributions to a new discourse", Special issue of *Annals of Public and Cooperative Economics*, 82(4).
- Franks J and Mayer C. (1996), Hostile takeovers in the UK and the correction of management failure, *Journal of Financial Economics*, 40, 163-181.
- Greiling, D. and Grüb, B. (2014), Sustainability reporting in Austrian and German local public enterprises, *Journal of Economic Policy Reform*, vol. 17, n. 3. Thematic issue on "Critical issues in public enterprises reform", Florio M. (eds.).
- Hall D., Lobina E. and Terhorst P. (2013), Re-municipalisation in the early twenty-first century: water in France and energy in Germany, *International Review of Applied Economics*, Vol. 27, number 2
- Hart A. and Jones B. (2011) 'How do rising powers rise?' *Survival*, Vol 52:6, 63-88
- Holmstrom, B., Kaplan, S. N., (2001). Corporate governance and merger activity in the United States: Making sense of the 1980s and 1990s. *Journal of Economic Perspectives* 15, 121–144.
- Jeong Y. and Weiner R. (2012), Energy Security and Foreign Investment, Are Chinese (and other Asian) Companies Buying up the World's Oil?, working paper
- Jovanovic, B. and P. Rousseau (2002), The Q-Theory of Mergers, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 92: 198–204.
- Kahan M. and Rock E. (2011), When the Government is the Controlling Shareholder, *Texas Law Review*, Vol. 89, p. 1293
- Kowalski, P. Büge M., Sztajerowska M., Egeland M. (2013), "State-Owned Enterprises: Trade Effects and Policy Implications", *OECD Trade Policy Papers*, No. 147, OECD Publishing
- Luo Y.D. & Tung R.L. 2007. International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective. *Journal of International Business Studies* 38(4): 481-498.
- Maksimovic, V. and G. Phillips (2001), The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are there Efficiency Gains?, *Journal of Finance* 56:2019–65
- Mandelker, G. (1974). Risk and return: The case of merging firms. *Journal of Financial Economics*, 1(4), 303–335.
- Manne, H. (1965), Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy* 73, 110–120

- Martin K. and McConnel J. (1991), Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover, *Journal of Finance* 46, 671-688
- Mc Donald, D.; Ruiters, G. (2012) “*Alternative to Privatization: Public options for essential services in the Global South*”, HSRC Press.
- Megginson W. and Bortolotti B. 2011, Privatization Trends and Major Deals in 2011, in “The Privatization Barometer Report 2011”
- Mengistae, T., & Xu, L. C. 2004. Agency theory and compensation of CEOs of Chinese state enterprises. *Journal of Labor Economics*, 22: 615-637.
- Musacchio, A. and Lazzarini S.G. (2014), *Reinventing State Capitalism. Leviathan in Business, Brazil and Beyond*, Harvard University Press.
- Mussachio, A. and Lazzarini S. (2012). Leviathan in Business: Varieties of State Capitalism and their Implications for Economic Performance, Harvard Business School Working Paper 12-108, June 4.111
- Nicoletti G. and Scarpetta S. (2003), “Regulation, productivity and growth: OECD evidence”, *Economic Policy*, 36
- OECD (2003), *Privatising State-Owned Enterprises: An Overview of Policies and Practices in OECD Countries*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2009), *Privatisation in the 21st Century: Recent Experiences of OECD Countries - Report on Good Practices*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2011), *The Size and Composition of the SOE Sector in OECD Countries*, *OECD Corporate Governance Working Papers*, No. 5, OECD Publishing
- Ostrowski W. (2012), *State Capitalism: An Emerging Regime*, POLINARES working paper n. 51
- Petras, James. (1977) ‘State Capitalism and the Third World,’ *Development and Change*, Vol. 8, No. 1, January 1977.
- Ramasamy, B., Yeung, M. & Laforet, S. 2012. China’s outward foreign direct investment: Location choice and firm ownership, *Journal of World Business*, 47(1) 17-25.
- Rhodes-Kropf, M. and D. Robinson, (2008), “The market for mergers and the boundaries of the firm”, *Journal of Finance*, 63, 1169-1211.
- Rhodes-Kropf, M., S. Viswanathan, (2004), “Market valuation and merger waves”, *Journal of Finance*, 59, 2685-2718.
- The Economist (2012), *Big Brother is back - France and Germany lead a revival of state intervention*, 3 Novembre 2012
- Tipton, F.B. 2009. Southeast Asian capitalism: History, institutions, states, and firms, *Asia Pacific Journal of Management*, 26(3), 401-434.
- The Economist (2012), *Visible hand: the rise of state capitalism*, 21 Gennaio 2012
- The Economist (2012), *Big Brother is back - France and Germany lead a revival of state intervention*, 3 Novembre 2012
- The Economist (2014), *Leviathan as capitalist*, 21 giugno 2014
- The Economist (2014), *Raison d’état*, 28 giugno 2014
- Warner, Mildred E. (2011). "Competition or Cooperation in Urban Service Delivery?" *Annals of Public and Cooperative Economics*, 82(4): 421-435. Thematic issue on “The future of public enterprises: contributions to a new discourse”, Florio, M. and Fecher, F. (eds.).
- Wollmann, H., Marcou G. (eds.) (2010) “*The Provision of Public Services in Europe: Between State, Local Government and Market*” Edward Elgar Publishing.
- Wollman, H. (2012) “*Provision of Public Services in European Countries: From Public/Municipal to Private and Reverse?*”, presented to Symposium on Neither Public nor Private: Mixed Forms of Service Delivery around the Globe to be held at the University of Barcelona on May 17-18, 2012.

World Bank (2006), *Held by the Visible Hand - The Challenge of State-Owned Enterprise Corporate Governance for Emerging Markets*, Washington D.C.