



## PRIVATIZZARE O TENERE?

Massimo Florio, Università degli Studi di Milano, Dipartimento di <sup>U</sup>  
Economia, Management, Metodi Quantitativi



# Imprese pubbliche: alcune domande

**“...The government is a bad stock-picker, or a bad manager who can't earn competitive returns on capital, especially in a world of global competition”**

*Theo Vermaelen of INSEAD Business School (June 28, 2014)*

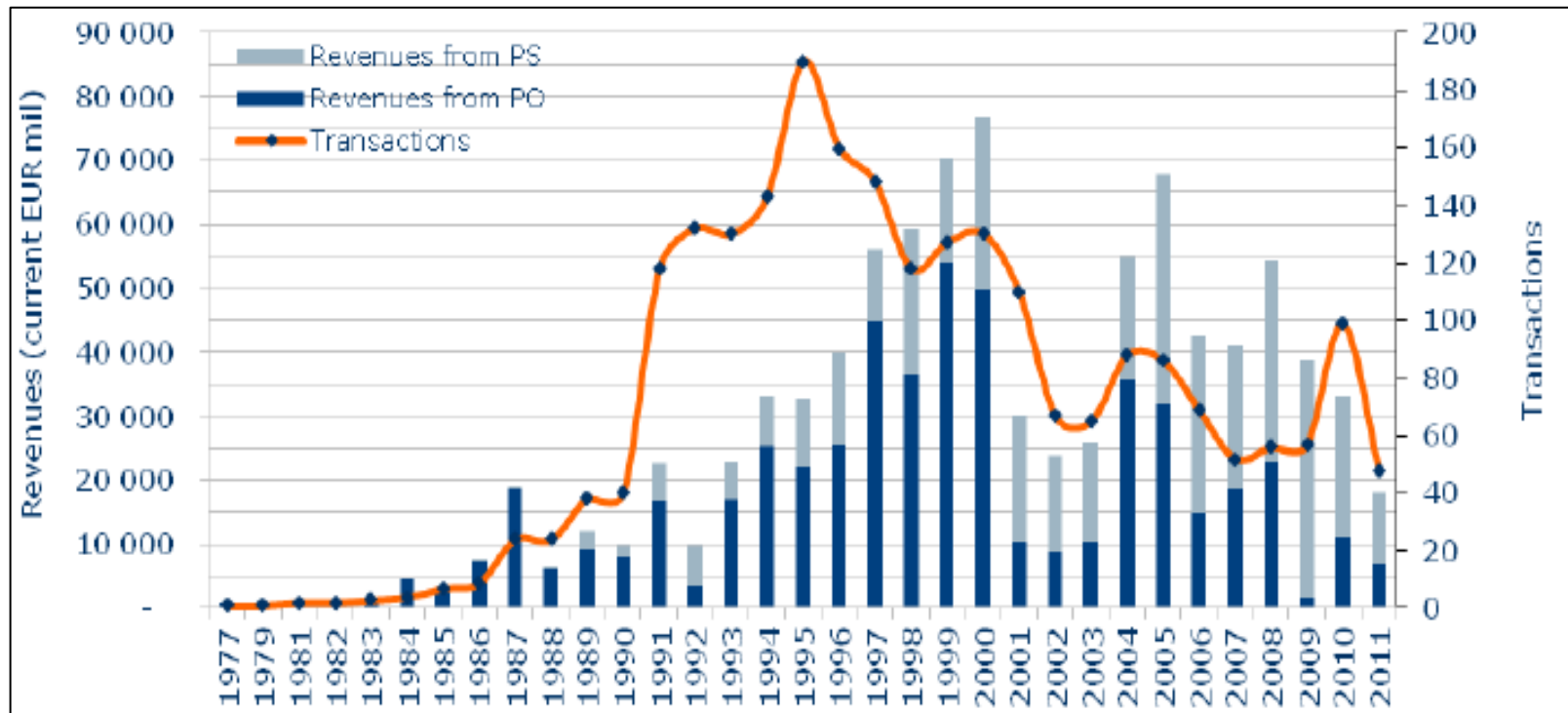


- Ma è vero? La performance delle maggiori imprese pubbliche mondiali è inferiore a quelle delle maggiori imprese private negli stessi settori?
- Le imprese pubbliche di oggi sono della stessa specie dei monopoli pubblici del passato?
- Progetto di ricerca UNIMI con CIRIEC International e Jean Monnet Network Eusers (sei università UE)
- Per SOE intendiamo qui imprese con almeno il 25% di partecipazione dello stato (in alcuni casi consideriamo partecipazioni superiori al 10%)

# Evidenza empirica internazionale: privatizzazioni

- **Trend recenti**

- Le privatizzazioni sono in declino, con un trend precedente la crisi



Numero assoluto di transazioni e valore assoluto delle operazioni di privatizzazione in Europa dal 1977 al 2011 (milioni di USD – valore nominale)

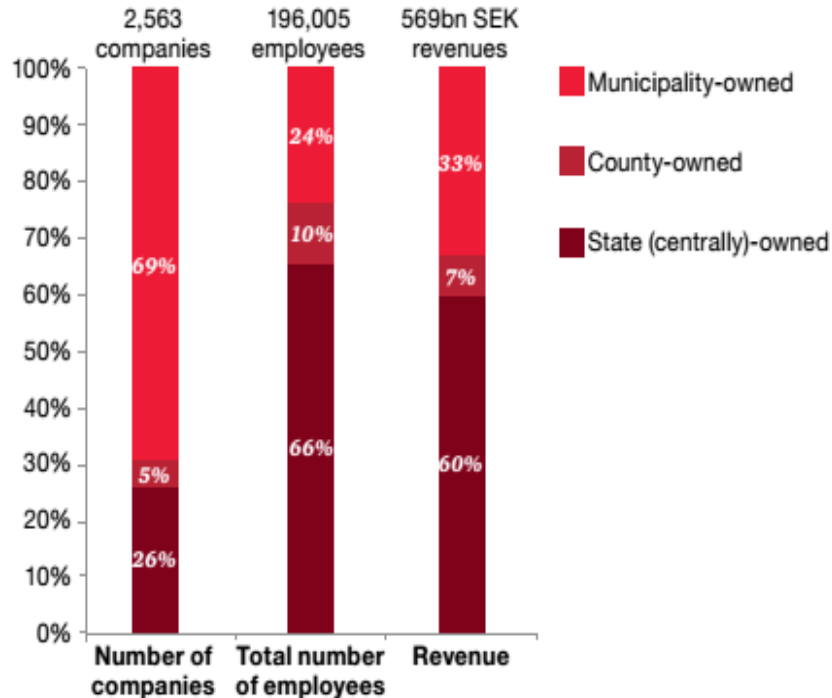
(Fonte: Megginson and Bortolotti 2011 using data from Privatization Barometer)

# Evidenza empirica internazionale: Germania e Svezia

- **Trend recenti**

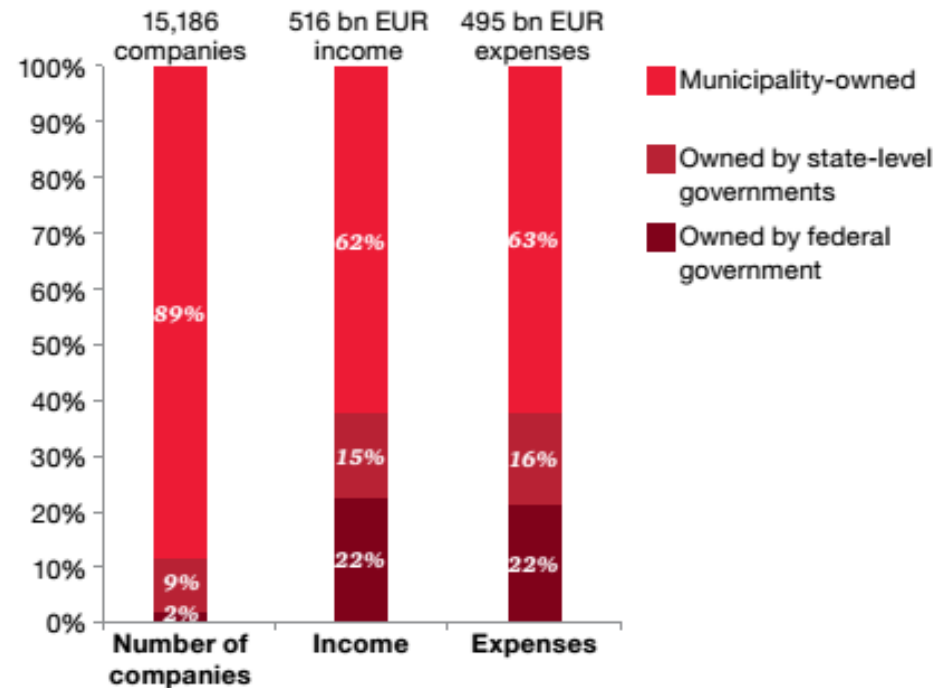
- Le SOEs hanno un ruolo rilevante in diverse economie europee

*SOEs in Sweden*



Source: Statistiska centralbyrån (Statistics as of 2013)

*SOEs in Germany*



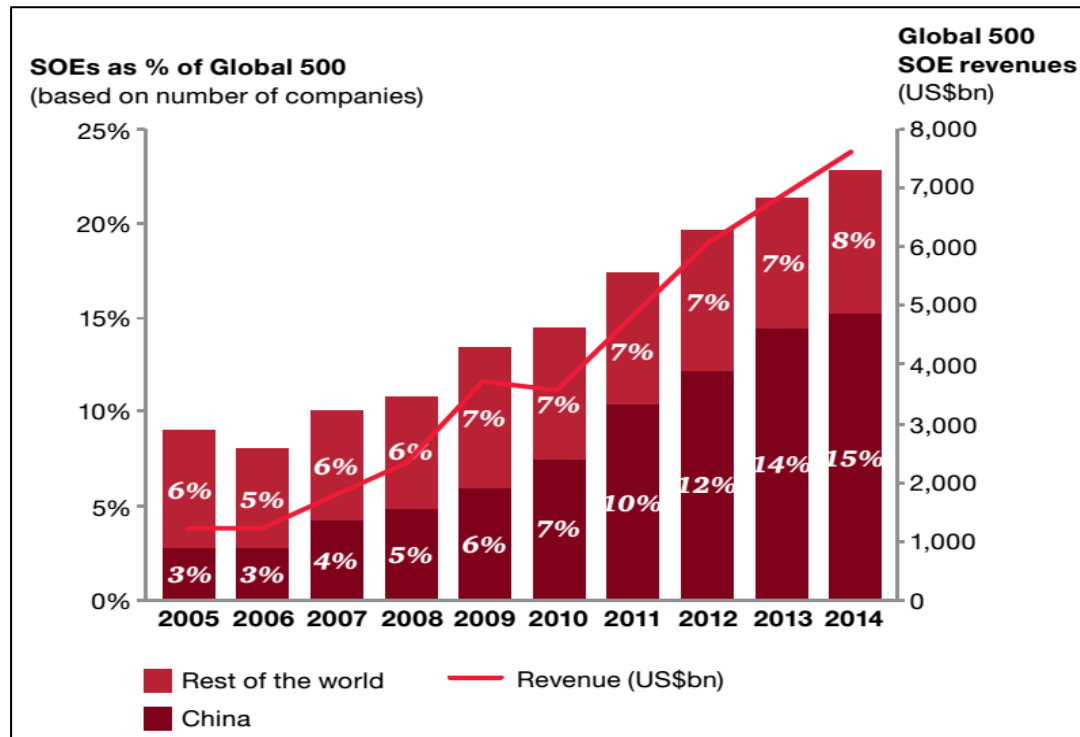
Source: Statistisches Bundesamt (Statistics as of 2012)

Fonte: PWC 2015 State-Owned Enterprises: Catalyst for public value creation?

# Evidenza empirica internazionale: Fortune 500

- **Trend recenti**

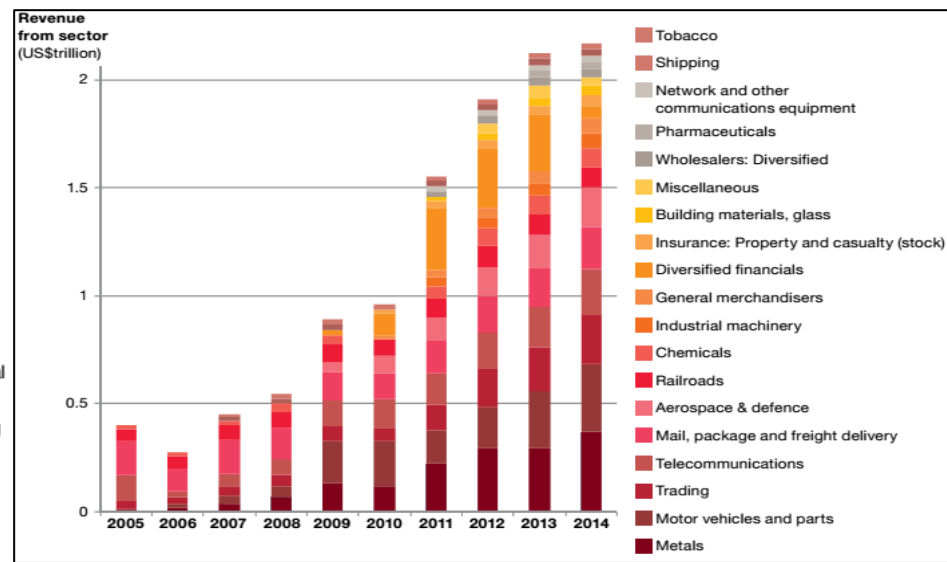
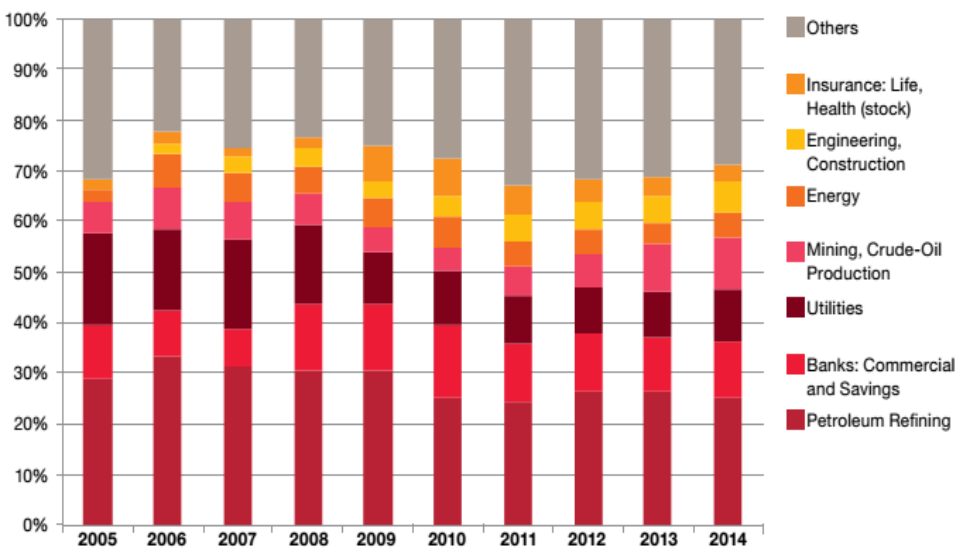
- La redditività delle SOEs è aumentata (con forte contributo della Cina) ed è diventata comparabile, se non superiore a quella dei private peers



SOEs in the Fortune Global 500

Fonte: PWC 2015 State-Owned Enterprises: Catalyst for public value creation?

# Evidenza empirica internazionale: Fortune 500



Oil, gas, energy, utilities & financial services are dominant sectors among SOEs  
 (Fonte: Fortune Global 500 )  
 Fonte: PWC 2015 State-Owned enterprises

Emergence of SOEs in other sectors  
 (Fonte: Fortune Global 500)

# Evidenza empirica internazionale: FORBES

## DATI

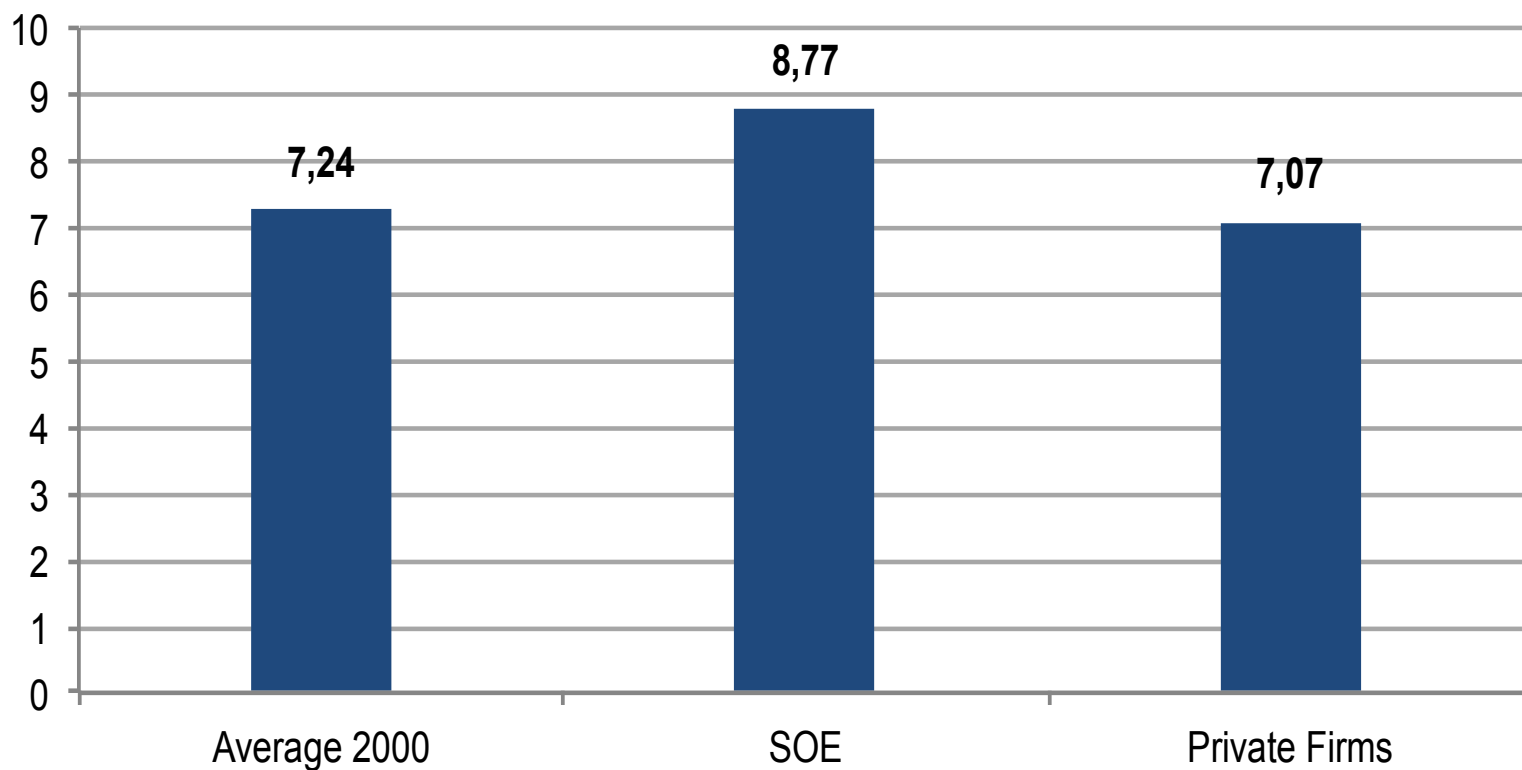
- Kowalski et al. (2013) utilizza il campione Forbes per comparare imprese private e pubbliche che sono simili da un punto di vista organizzativo
- Il campione comprende le imprese in cui l'ultimate owner (UO) pubblico possiede almeno il 50% del capitale azionario
- Variabili di performance finanziaria utilizzate:
  - Sales, Profit, Total Asset, Market Value
- Il dataset include imprese che hanno un valore combinato di mercato pari all'81,9% della capitalizzazione globale delle imprese quotate
- Circa il 10% del campione Forbes sono imprese pubbliche (SOE)
- Settori in cui le SOE sono più frequenti:
  - Attività mineraria, estrazione del petrolio, trasporti, elettricità e gas, telecomunicazioni, intermediazione finanziaria, manifatturiero

# Evidenza empirica internazionale: OECD

## Performance delle SOEs



ROS compared of Forbes 2000 companies



Source: Florio (2014) based on Kowalski et al. (2013, Tables 1 and 2)





# Evidenza empirica internazionale: OECD

## Performance delle SOEs

### Aggregate financial indicators, % of GDP (2010)

	Forbes Global 2000	SOE	SOE/Total
Total sales	51.1	5.7	11.15
Total profits	3.7	0.5	13.51
Total assets	218.6	35.8	16.38
Total market value	58.4	7.8	13.36

Source: Florio (2014) based on Kowalski et al. (2013, Tables 1 and 2)

### Selected financial ratios

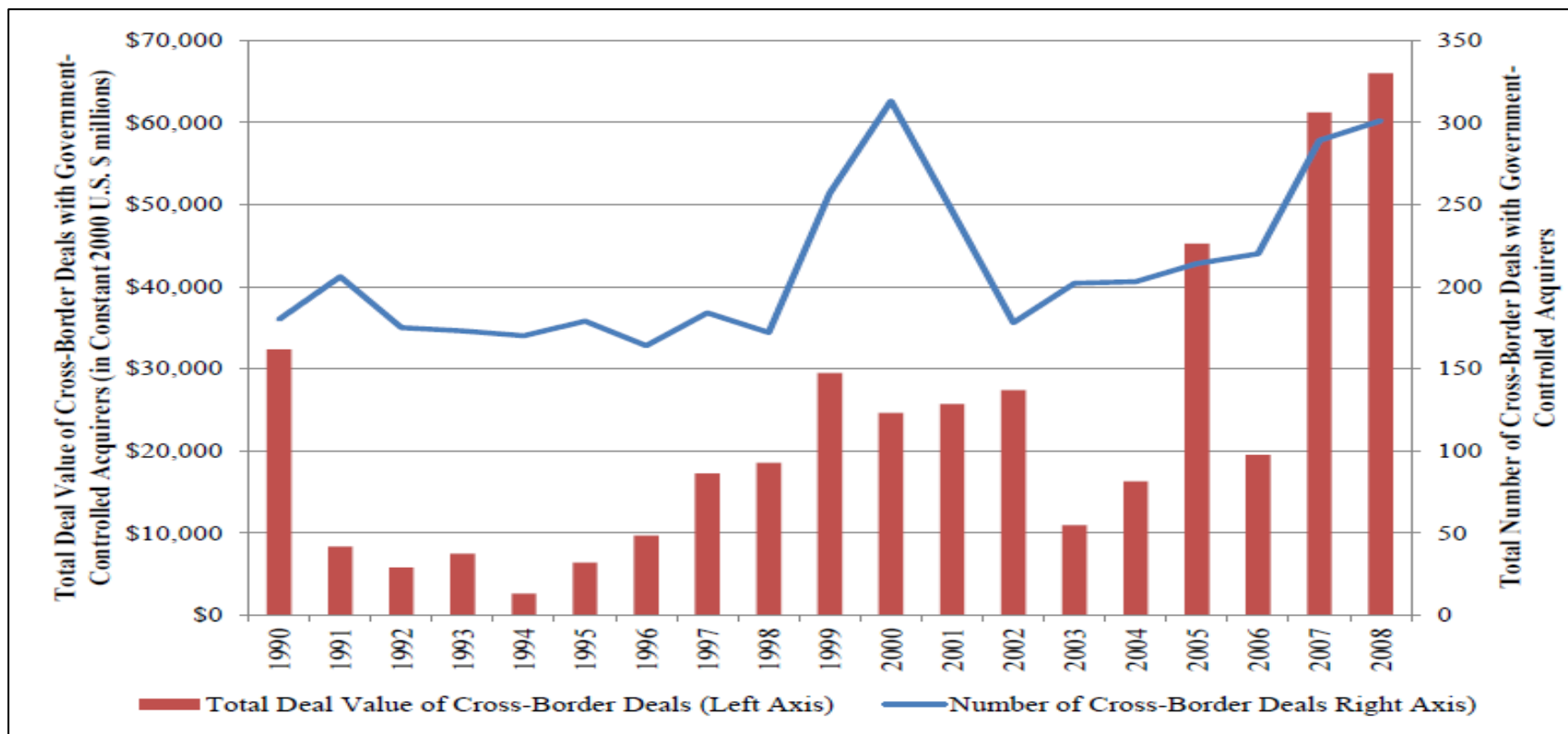
	Forbes Global 2000	SOE	SOE/Total
ROS (profits/sales)	7.24	8.77	1.21
ROA (profits/assets)	1.69	1.40	0.82
ROE (profits/market value)	6.33	6.41	1.01

Source: Florio (2014) based on Kowalski et al. (2013, Tables 1 and 2)

# Evidenza empirica internazionale: M&A

- **Trend recenti**

- La competizione nei mercati globali ha portato le SOEs a internazionalizzarsi tramite cross-border M&As



Fonte: Karolyi and Liao 2016

# RICERCA UNIMI SU M&A

		Proprietà (UO) dell'ACQUIRENTE	
		PUBLICA	PRIVATA
Proprietà (UO) del VENDITORE	PUBLICA	751	1.773
	PRIVATA	887	28.068

**CAMPIONE TOTALE dei DEAL = 31.479**

# RISULTATI UNIMI su M&A

## MEDIE CAMPIONARIE

Statistiche Descrittive sui dati raccolti da Zephyr-Orbis (2004-2012)

Variabili	PRIVATE			PUBBLICHE		
	Acquirenti	Target	A-T	Acquirenti	Target	A-T
Ros	13	6	6	14	7	8
Employees	11,255	3,974	6,881	28,614	4,135	20,463
Total Asset*	4,470	2,138	2,332	14,709	1,198	13,511
Ebit*	523,659	349	174	1,270	95	1,175
Sales*	3,575	1,596	1,979	9,459	1,119	8,340
Operating Revenues*	3,011	1,327	1,684	7,585	855	6,730

Source: Clò et al. 2014; \* Thousand of Euro

# IL CASO DELLE TELECOMUNICAZIONI

## 'DIMENSIONI

- Le SOEs sono in media imprese con più alti livelli di ricavi operativi, total asset, numero di occupati e valore aggiunto, anche se con una non trascurabile eterogeneità.

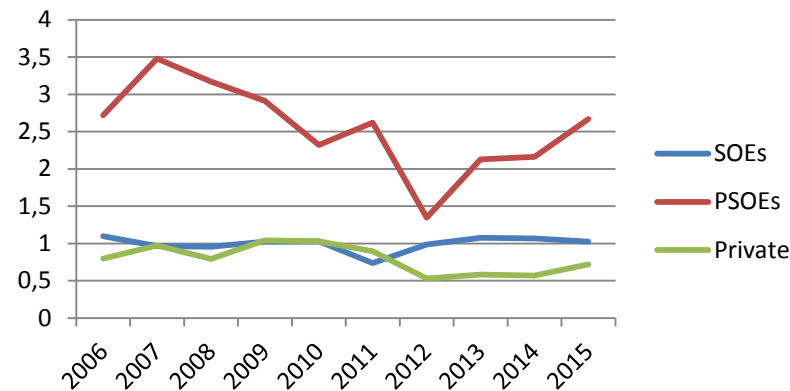
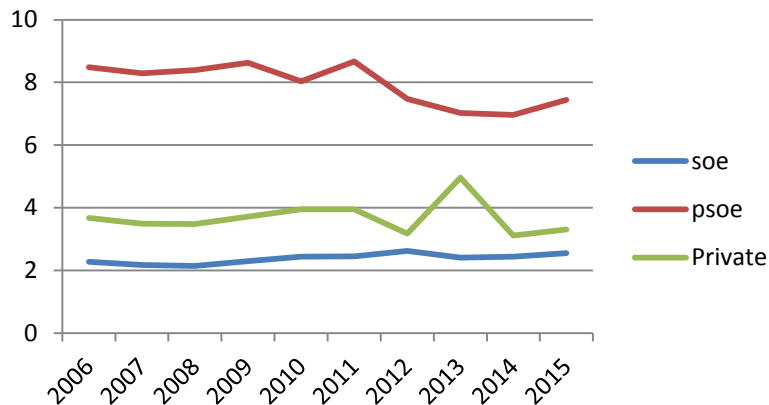
	SOEs	PSOEs	Private
<b>Turnover (thd euro)</b>	5.826.673	18.089.813	6.319.787
<b>Total Assets (thd euro)</b>	9.818.676	39.110.465	15.135.462
<b>Employees (thd)</b>	14.798	63.639	16.272
<b>Value Added (thd euro)</b>	2.844.572	12.334.863	3.072.406

FONTE: CASTELNOVO 2016

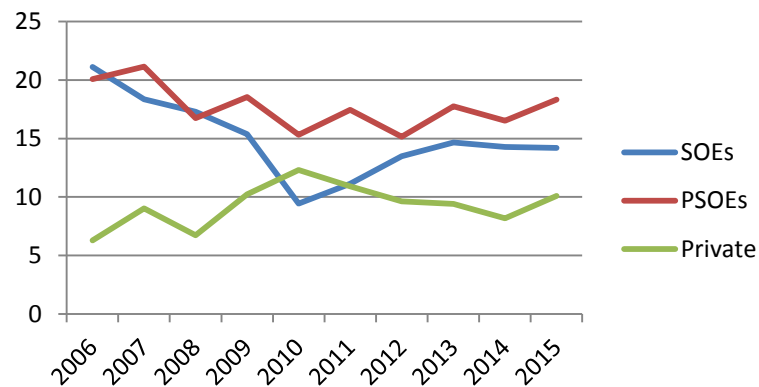
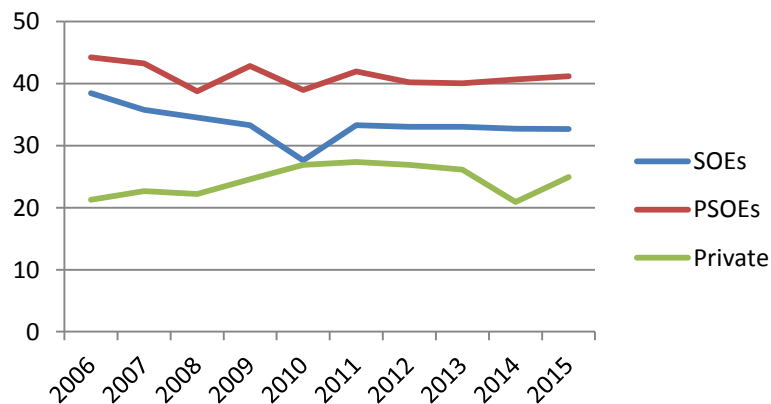
# IL CASO DELLE TELECOMUNICAZIONI

## REDDITIVITA'

Trends of EBITDA and EBIT– average yearly values (bln euro)



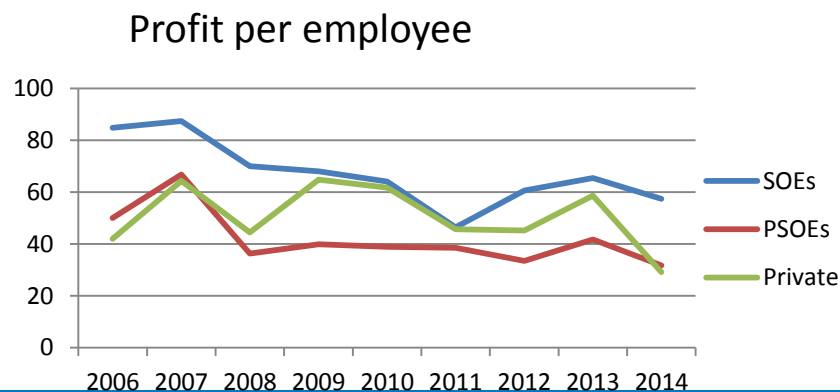
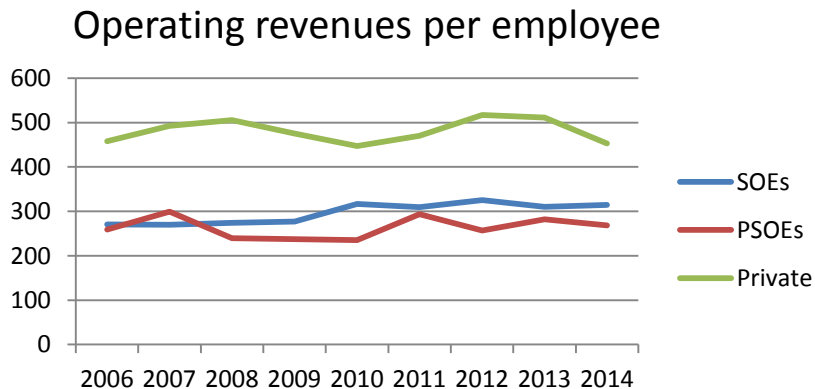
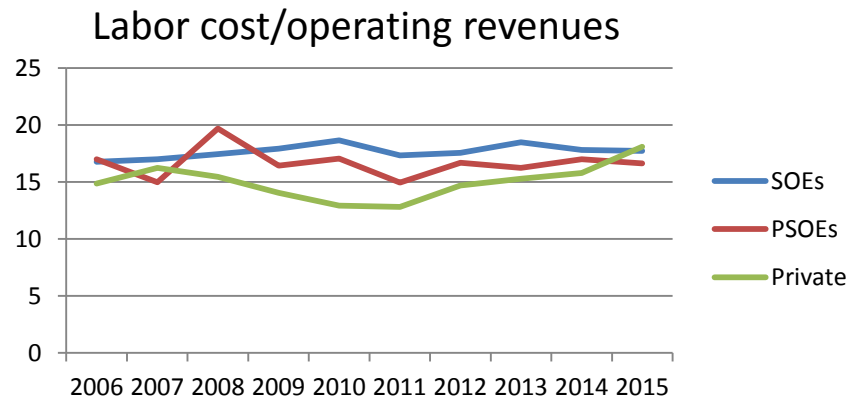
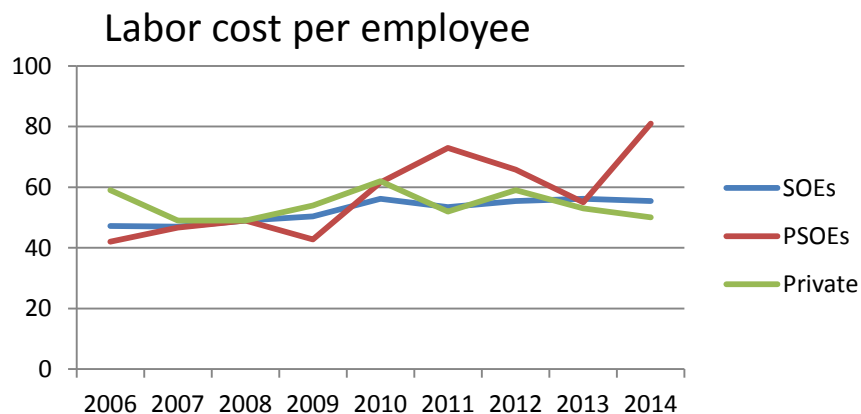
Trends of EBITDA and EBIT margins– average yearly values



# II CASO DELLE TELECOMUNICAZIONI

## OCCUPAZIONE

Alcuni gap sembrano ancora persistere in termini di produttività del lavoro. Tuttavia, tali differenze potrebbero essere parzialmente spiegate da decisioni di outsourcing che è probabile vengano effettuate maggiormente dalle imprese private

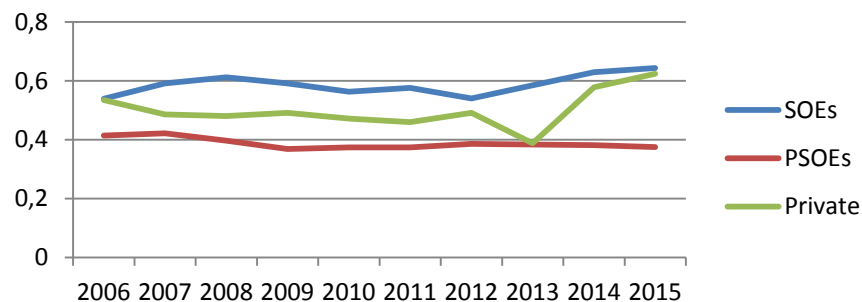


# TELECOMUNICAZIONI

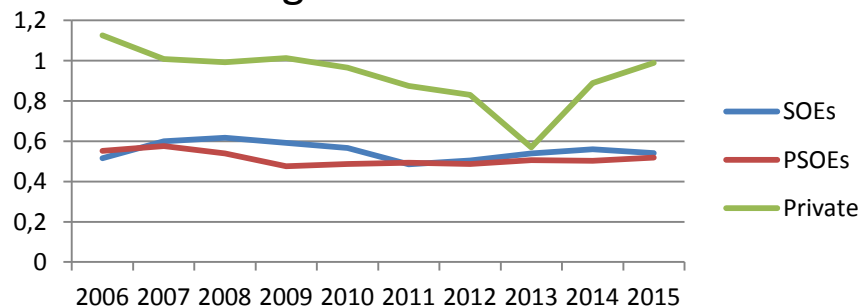
## INVESTIMENTI

- In termini assoluti, le SOEs hanno livelli di investimento fissi più alti nell'ultima decade.

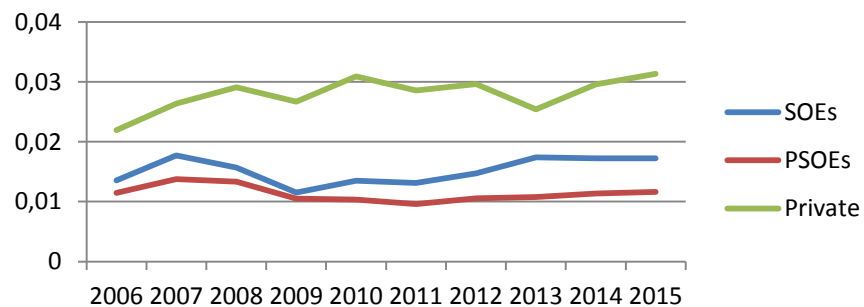
### Tangible assets



### Intangible assets



### Financial assets





# CONTESTO ITALIANO

## ALCUNE STATISTICHE SULLE SOEs ITALIANE

- Le SOEs rappresentano circa il 40% della capitalizzazione del mercato borsistico italiano, il 30% dei ricavi, il 20% degli addetti

	<b>Obs.</b>	<b>Turnover</b>	<b>Assets</b>	<b>Employees</b>
Private enterprises	1,453	808.10	936.32	2,441,690
SOEs	70	308.36	657.14	582,403
Total enterprises	1,523	1,116.47	1,593.46	3,024,093
Share of public enterprises	5%	28%	41%	19%

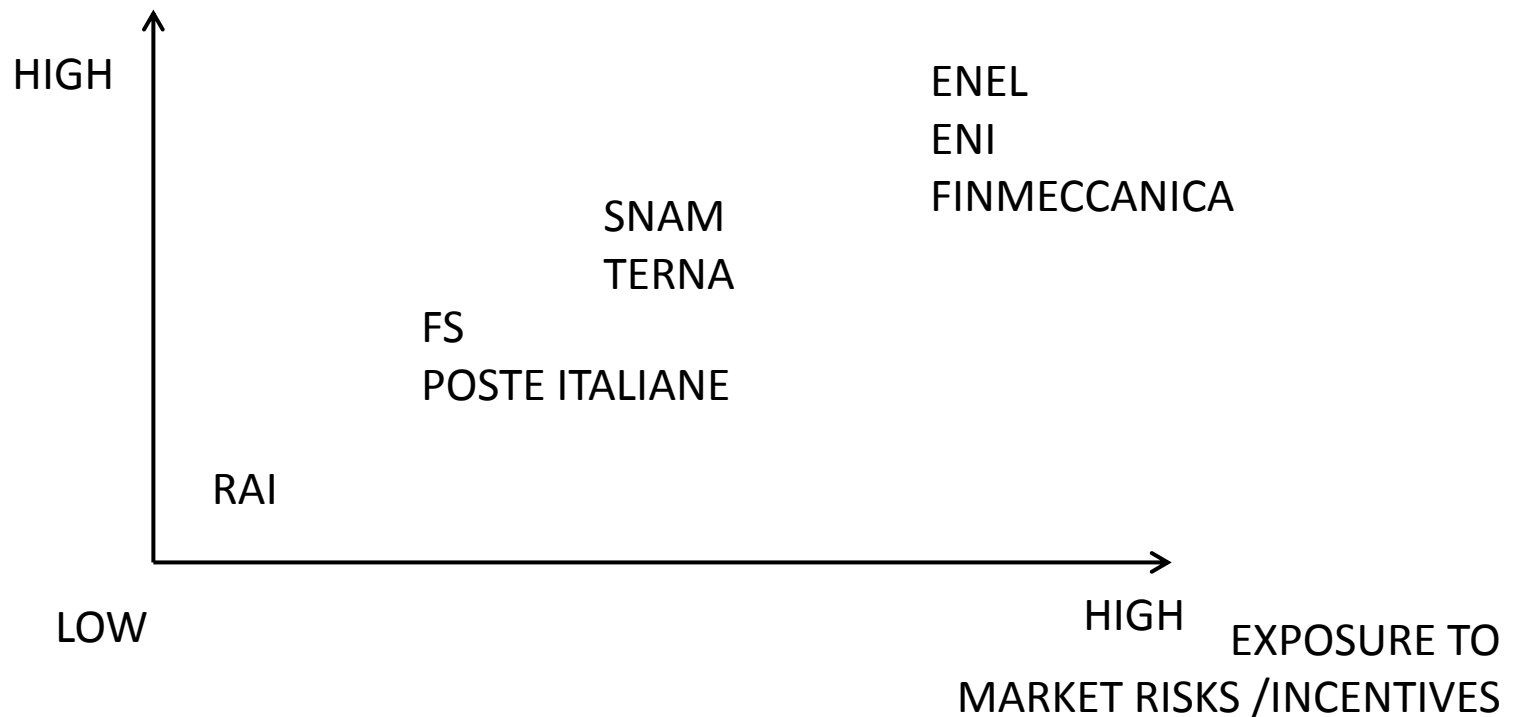
FONTE: Elaborazioni su Mediobanca 2014 e Amadeus, Clo' et al 2016

# CONTESTO ITALIANO

## ORIENTAMENTO AL PROFITTO E AL MERCATO

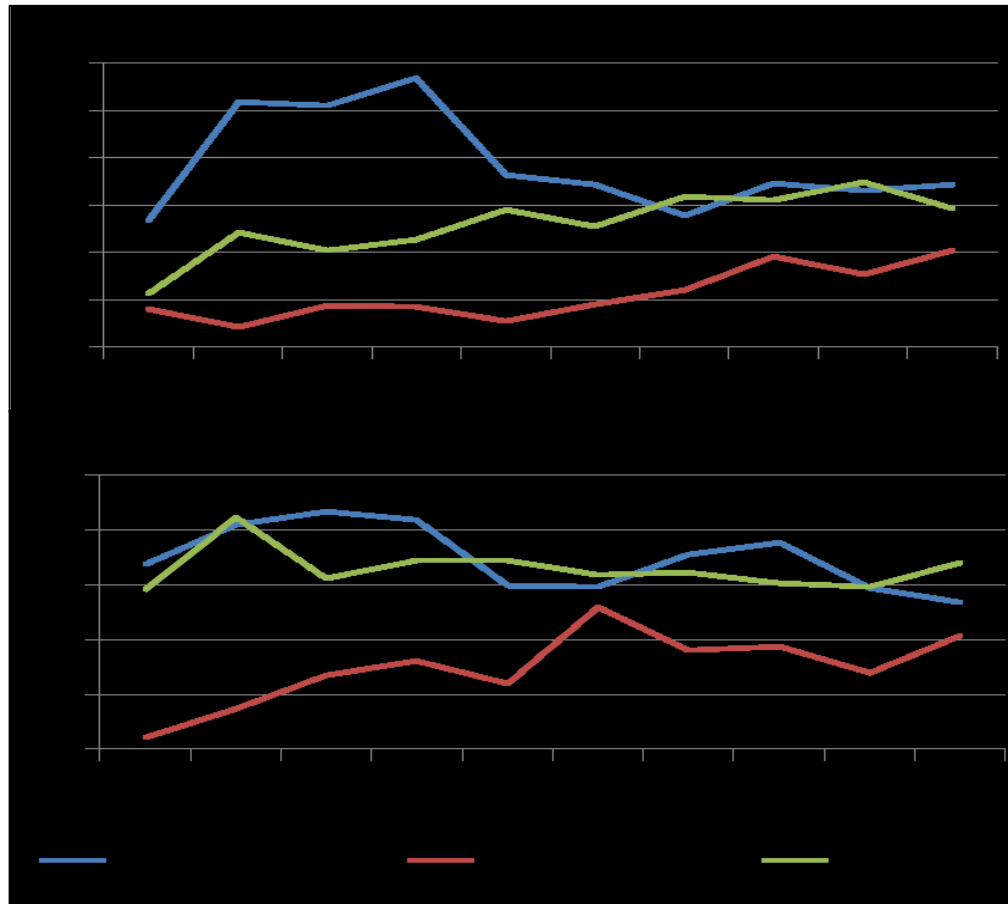
- Eterogeneità nell'esposizione a incentivi interni ed esterni ha un diverso impatto sulla market orientation delle imprese italiane a controllo pubblico  
Guardiamo a: redditività, distribuzione di dividendi e internazionalizzazione

Orientamento al Profitto e  
Internazionalizzazione



# CONTESTO ITALIANO

- Redditività SOEs italiane comparabile con peers europei pubblici e Differenze tra SOEs italiane non trascurabili (Enel, Eni, Terna, Snam vs Rai)



# CONTESTO ITALIANO

## SOEs DIVIDENDI

### Dividend Yield : SOEs vs Privates

	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2009-2013 mean</i>
Enel	7.1	7.4	7.3	5.9	4.8	6.5
Eni	6.8	6.2	7.1	6.5	6.5	6.6
Finmeccanica	4.0	4.5	0.0	0.0	0.0	1.7
Snam	6.2	6.5	6.6	7.4	6.8	6.7
STMicroelectronics	5.1	4.9	5.3	6.8	4.8	5.4
Terna	7.4	6.8	7.5	7.2	6.0	7.0
Mean SOEs	6.1	6.1	5.6	5.6	4.8	5.7
Mean top ten private firms	5.9	3.7	4.9	5.4	4.0	4.8

# CONTESTO ITALIANO

## SOEs DIVIDENDI

### Distribution of dividends to shareholders (€ mln.)

	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>09-13</i>
Enel	2,351	2,675	2,483	1,452	1,273	10,233
Eni	4,079	4,188	4,371	4,118	3,986	20,741
Finmeccanica	237	237	-	-	-	474
Fintecna	30	30	30	100	100	290
Poste italiane	150	500	350	350	250	1,600
Snam	-	-	-	845	845	1,690
Stmicroelectronics	171	264	274	269	258	1,236
Terna	381	421	422	402	402	2,028
Total SOEs	7,399	8,315	7,930	6,691	6,269	36,602
Dividends to the controlling shareholder	2,244	2,721	2,487	2,263	2,123	11,837
Top 30 private listed enterprises	3,396	3,177	3,214	3,363	2,526	15,676
Dividends to the controlling shareholder	1,067	876	1,089	1,651	1,040	5,723

# CONTESTO ITALIANO

- Imprese esposte ad incentivi fanno profitti e distribuiscono dividendi
- Imprese con obblighi di servizio universale ricevono sussidi

	<i>Transfer from Italian Government</i>			<i>Dividends by Italian listed SOEs to central government (d)</i>	<i>Transfer - Dividends (e)=(c)-(d)</i>
	<i>Poste Italiane (a)</i>	<i>FS (b)</i>	<i>Total (c)</i>		
2009	682	8,104	8,786	2,244	-6,542
2010	489	6,125	6,614	2,721	-3,893
2011	380	6,484	6,864	2,487	-4,377
2012	360	7,559	7,919	2,263	-5,656
2013	350	5,228	5,578	2,123	-3,455
Total	2,261	33,500	35,761	11,837	-23,924

Fonte: Clò et al. 2017

# CONTESTO ITALIANO

## ACQUISIZIONI 'CROSS-BORDER'

Domestic and cross-border revenues (€ mln.)

	Domestic Revenues		Cross-border Revenues		Share of cross-border revenues (%)	
	2009	2013	2009	2013	2009	2013
Enel	30,739	32,566	31,759	44,692	51	58
Eni	27,950	32,044	55,277	82,678	66	72
Finmeccanica	3,975	2,829	14,201	13,204	78	82
Snam	2,438	3,416	0	0	-	-
STMicroel.	11	20	927	1,403	99	99
Terna	1,317	1,839	0	0	-	-
Total SOEs	66,430	72,714	102,164	141,977	61	66
Private listed companies	63,617	52,784	91,770	175,561	59	77

Fonte: Clò et al. 2017

# CONCLUSIONE

“...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”

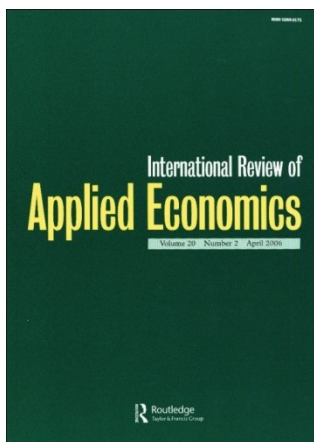
The  
Economist

... with some modest corrections

**massimo.florio@unimi.it**



# RIPRESA DEGLI STUDI SUL TEMA



Oltre 100 articoli in riviste internazionali negli ultimi anni e diversi libri. In preparazione (CIRIEC) un Handbook of Economics and Management of Public Enterprises (tre conferenze nel 2016 a Rouen, Milano, Ottawa).

# FONTI PRINCIPALI

- Clò S., Fiorio C. V., Florio M., (2017) **The targets of state capitalism: evidence from M&A deals**, *European Journal of Political Economy*
- Castelnovo P (2016), **State-invested enterprises in the European Telecommunication Industry: are they competitive players?**, *Economia Pubblica*
- Clò S., Di Giulio M., Galanti T., Sorrentino M. (2016), **Italian State-Owned Enterprises After Decades of Reforms: still public?**, *Economia Pubblica*
- Clò S., C. Del Bo, M. Ferraris, C. Fiorio, M. Florio, D. Vandone (2015), **Public enterprises in the market for corporate control: Recent worldwide evidence**, *Annals of Public and Cooperative Economics*
- Clò S., M. Ferraris and M. Florio (2015), **L'impresa pubblica in prospettiva globale nell'ultimo decennio**, *L'Industria*
- Del Bo C., Ferraris M., Florio M., (2017,) **Governments in the market for corporate control: Evidence from M&A deals involving state-owned enterprises**, *Journal of Comparative Economics*
- Florio M. (2013), **Network industries and social welfare. The experiment that reshuffled European utilities**, *Oxford University Press*