La privatisation modifie-t elle la gouvernance de l'entreprise? L'exemple du secteur pétrolier (ENI) en Italie

Ciro Paoletti

▶ **To cite this version:**

Ciro Paoletti. La privatisation modifie-t elle la gouvernance de l'entreprise? L'exemple du secteur pétrolier (ENI) en Italie. Economies et finances. Université Paris-Est, 2015. Français. ⟨NNT : 2015PESC0070⟩. ⟨tel-01652137⟩

HAL Id: tel-01652137

https://theses.hal.science/tel-01652137v1

Submitted on 29 Nov 2017

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

HAL Authorization

UNIVERSITÉ PARIS-EST

École Doctorale OMI – Organisations, Marchés, Institutions

Thèse de doctorat d'Université Paris Est

Doctorat de Science de Gestion

Ciro PAOLETTI

La privatisation modifie-t elle la gouvernance de l'entreprise ? L'exemple du secteur pétrolier (ENI) en Italie

soutenue le 9 juillet 2015

Directeur de thèse M. Jean David AVENEL, professeur des universités de science de gestion – Université Paris-Est Créteil

Membres du Jury

M.me Sylvie CIABRINI : maitre des conférences de sciences politique – Université Paris Est – Créteil - président

M. Pierre GIUDICELLI : professeur émérite de sciences de gestion – Université de Paris 1 – Panthéon Sorbonne - rapporteur

M. Max PEYRARD : professeur émérite de sciences de gestion – Université de Paris 1 – Panthéon Sorbonne – rapporteur

M.me Elvira LUSSANA : professeur des universités – Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi di Perugia - examinateur

M. Jean David AVENEL, professeur des universités de science de gestion – Université Paris-Est Créteil – directeur de thèse.

L’Université Paris-Est – Créteil n’entend donner aucune approbation, ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions devant être considérées comme propres à leur auteur

REMERCIEMENTS

Je tiens, tout d'abord, à remercier le Professeur Jean-David Avenel pour avoir accepté de diriger cette thèse, pour ses conseils précieux et sa très aimable et amicale disponibilité. Qu'il trouve ici l'expression de ma profonde reconnaissance.
Je remercie très particulièrement le professeur Pierre Giudicelli pour l'attention qu'il a bien voulu donner à cette thèse et pour tous les conseils qu'il m'a donné avec patience et courtoisie et le professeur Max Peyrard pour ses conseils, son aide et son support.
Enfin un grand remerciement à Mme Ciabrini pour avoir bien voulu accepter la présidence de mon Jury et à Mme Lussana pour sa participation

Ciro Paoletti

sous la direction de M. Jean-David Avenel, professeur des universités

La privatisation d'une entreprise modifie-t-elle la gouvernance? Le cas du secteur pétrolier (ENI) en Italie

Table des matières

Introduction, page 6

Partie I
Théories de la privatisation

Introduction à la Partie I **page 10**

Chapitre 1
La privatisation et les théories s'y afférant

Introduction **page 11**
1.1 Le concept de privatisation **page 11**
1.2 Modalités de privatisation **page 13**
1.3 Utilité des privatisations **page 15**
1.4 Origine des privatisations **page 16**
1.5 Comment se déroule une privatisation **page 16**
1.6 Les conséquences **page 17**
1.7 Les raisons **page 18**
1.8 Les données numériques **page 19**
1.9 L'incidence des privatisations **page 20**
1.10 Les privatisations en Grande Bretagne **page 21**
1.11 Les privatisations en France **page 23**

Chapitre 2
La situation italienne avant privatisations

Introduction **page 25**
2.1 La situation italienne avant privatisations **page 25**
2.2 Le « modèle mixte italien » **page 27**
2.3 L'Etat dans le « modèle mixte italien » **page 28**
2.4 Les problèmes du « modèle mixte italien » **page 29**
2.5 L'influénce de l'Etat dur l'économie **page 30**

Chapitre 3
Les privatisations en Italie

Introduction **page 32**
3.1 Les raisons des privatisations en Italie **page 32**
3.2 Les lois et les règles de la privatisation des entreprises publiques italiennes **page 34**
3.3 Le cadre juridique communautaire européen **page 36**

Chapitre 4
Historique de l'ENI

Introduction **page 40**
4.1 Historique de l'ENI **page 40**
4.2 L'ENI après Mattei **page 44**
4.3 La mentalité de la gestion de l'ENI **page 46**
4.4 Le cadre de la privatisation de l'ENI **page 47**
4.5 La privatisation de l'ENI : la vente des sociétés de l'ENI **page 49**

Partie II

L'exemple de la privatisation, modèle pour la privatisation en Italie

Introduction à la Partie II **page 51**

Chapitre 1

Le problème de l'évaluation de l'entreprises

Introduction **page 51**
1.1 Le problème de l'évaluation : la définition de la « valeur » **page 51**
1.2 L'évolution historique des théories et des critères d'évaluation des entreprises en Italie de 1840 à 1940 **page 58**
1.3 L'évolution de l'évaluation des entreprise dans le monde jusqu'aux années 1980 **p. 66**
1.4 L'école italienne de Luigi Guatri jusqu'à la période de la privatisation de l'ENI **page 71**
1.5 La méthode des entreprises comparables **page 73**
1.6 Le choix des entreprises comparables **page 75**
1.7 Les dimensions **page 76**
1.8 Les risques financiers, les cours historiques des affaires et les perspectives de développement **page 77**
1.9 Le choix des rapports de comparaison ou des ratios **page 77**
1.10 Ratios : Le rapport P/E **page 78**
1.11 Autres ratios **page 79**
1.12 Observations de Guatri sur la méthode des entreprises comparables et sur ses erreurs éventuels **page 80**

Chapitre 2

L'évaluation du prix de l'ENI

Introduction **page 83**
2.1 Le rapport d'évaluation et l'estimation du prix de l'ENI **page 83**
2.2 Les cinq tranches de la privatisation de l'ENI : ENI 1 **page 91**
2.3 ENI 2 **page 93**
2.4 ENI 3 **page 95**
2.5 ENI 4 **page 98**
2.6 L'ENI après 1998 et la vente de la cinquième tranche : ENI 5 **page 99**
2.7 ENI, quel type de privatisation a été effectué ? **page 100**

Chapitre 3

Le modèle de l'ENI peut-il s'appliquer à d'autres privatisations italiennes ?

Introduction **page 102**
3.1 Les privatisations italiennes **page 102**
3.2 Les privatisations en Italie : commentaires et critiques **page 107**

Partie III

L'impact de la privatisation de l'ENI sur la gouvernance

Introduction à la Partie III **page 112**

Chapitre 1

La gouvernance et la gestion d'entreprise

Introduction page 114
1.1 La gouvernance page 114
1.2 Lignes générales sur la gouvernance page 119
1.3 Systèmes de gouvernance d'entreprise page 119
1.4 Les parties impliquées dans la gouvernance d'entreprise page 120
1.5 Principes théoriques et pratiques de gouvernance page 120
1.6 Mécanismes et contrôles internes et externes page 121
1.7 Les modèles de gouvernement page 123
1.8 Codes et lignes directrices page 124
1.9 La gouvernance d'entreprise et la performance des entreprises page 125
1.10 Composition du Conseil d'administration et rémunération des administrateurs p. 127
1.11 La dégénérescence des incitations liées à la performance page 127
1.12 Les " boîtes chinoises " page 127

Chapitre 2

Théories de gouvernance et gestion en Italie

Introduction page 128
2.1 L'entreprise comme système page 130
2.2 L'entreprise comme organisation et ses fonctions page 136
2.3 La relation entre les performances de l'entreprise et la structure de propriété page 143

Chapitre 3

La réorganisation de l'ENI après la privatisation

Introduction page 146
3.1 La modification de la gouvernance de l'ENI à travers la réorganisation de la structure et du personnel: 1992-2002 page 146
3.2 La gouvernance selon ENI page 153
3.3 Les pouvoirs du ministre de l'Economie et des Finances page 155
3.4 L'Assemblée des actionnaires page 156
3.5 Le conseil d'administration, le président et l'administrateur délégué page 156
3.6 Le collège de révision des comptes page 158
3.7 La gouvernance de l'ENI évaluée par les évaluateurs professionnels de 2000 à 2013 page 158

Chapitre 4

L'influence de la nouvelle gouvernance de l'ENI sur l'évolution du capital

Introduction page 161
4.1 L'achat des actions propres page 161
4.2 Le résultat de la modification de la gouvernance d'après la privatisation vu à travers les budgets: 2000-2013 page 162

Chapitre 5

La nouvelle gouvernance de l'ENI après la privatisation et sa stratégie

Introduction page 175
5.1 La baisse des coûts, l'efficience et l'emploi des ressources financières : 2002-2013 p. 175
5.2 La production, la distribution et la vente de l'énergie d'origine gazière page 178

Chapitre 6
La comparaison avec d'autres entreprises pétrolières

Introduction **page 182**
6.1 Problèmes de méthode **page 182**
6.2 Quelques données sur Total **page 184**

Chapitre 7
La privatisation, la gouvernance et le citoyen : le cas d'étude de l'ENI et du prix du gaz naturel en Italie

Introduction **page 187**
7.1 ENI et le prix du gaz naturel en Italie **page 187**
7.2 La question du gaz naturel **page 188**

Conclusion générale
La privatisation a-t-elle modifié la gouvernance de l'ENI ?

Limites, questions, réponses **page 190**
La vente des produits **page 193**
Le dividende **page 193**

Annexes

Tableau A - Evolution du capital social de l'ENI dès juillet 1992 à 2005 **page 198**
Tableau B - Prix des carburants en Italie **page 203**
Tableau C - Prix des actions de l'ENI2001-2012 **page 204**
Tableau D – Données pour action **page 205**
Tableau E – Liste des évaluations de la gouvernance de l'ENI **page 206**

Bibliographie **page 209**

Introduction

La matière de cette thèse est complexe. S'il est vrai quand nous parlons de la gestion d'entreprise d'un groupe, il est vrai aussi que nous y arrivons en nous partant de la privatisation de ce même groupe avec tous problèmes qu'à la privatisation sont liés, avant tout celui de l'évaluation de prix au moment de la privatisation.

ENI – Ente Nazionale Idrocarburi[1] – est un des plus grands groupes pétroliers au monde et un des plus grands groupes entrepreneuriaux d'Italie ; ancien groupe public, privatisé depuis 15 ans, il pouvait être un bon cas d'étude, ce qu'il a été, mais avec beaucoup d'imprévus.

Le premier est dû à l'abondante littérature. On a beaucoup de livres à propos de l'ENI, mais normalement ils s'occupent de son histoire, de ses origines, de la mort de son fondateur et très peu – comme on verra à travers les notes et la bibliographie – de ses résultats, ou de sa gestion. À son tour la gestion, surtout la gestion actuelle, fait l'objet de beaucoup d'articles dans la presse ; mais on ne peut faire toujours une complète confiance à la presse et la règle est de se méfier toujours et d'en contrôler les données avec d'autres sources, car la presse est souvent le porte-parole d'autres intérêts et son interprétation, ou sa manière de présenter des nouvelles, des informations, des données est souvent la conséquence d'un parti pris, d'un résultat politique ou financier à obtenir, de soutenir le but de quelqu'un. Mais tout cela ne signifiait pas d'écarter la presse ; au contraire : elle a sa valeur en tant que moyen de comparaison. Mais pour le moment, faute de livres, faute de confiance dans la presse, on avait deux sources possibles : les thèses et les documents originaux. Les thèses ont révélé un panorama large, ample, tellement ample qu'on y parle de tout : des puits, de l'organisation du travail dans une certaine usine de raffinage, de l'extraction, de l'importance de cet investissement, de ce qui se passe à propos d'un certain gisement, ou de l'interaction entre cette ou celle compagnie ou usine du groupe avec l'environnement marin, terrestre, avec la ville ou le pays plus proche, entre elles-mêmes ; on parle de tout, mais on a bien peu de matière sur la privatisation, ou sur l'analyse de la gouvernance et ce peu peut-être lui aussi à contrôler avant de l'utiliser. C'est le cas d'une thèse qu'on a lu mais qu'on n'a pas utilisé pour ce travail et qui parlait de la privatisation de l'ENI en travaillant sur ses résultats présentés dans ses bilans. La conclusion était que la privatisation avait été très bien menées et avait donné de très bons résultats. On n'avait aucune discussion : on acceptait les données numériques des bilans sans se poser la question de comment avaient été les résultats des autres compagnies dans le domaine du pétrole : c'était tout bon et cela suffisait ; parfois – il faut se poser la question – car le professeur qui avait suivi cette thèse était un de ceux qui, dans le domaine politique, avaient le plus efficacement et puissantement soutenu les privatisations ?

Il était clair qu'il était nécessaire de procéder avec attention et en faisant confiance seulement aux données originales, donc aux sources publiques, soit aux bilans de l'ENI et à ses rapports trimestriels, sans oublier les communiqués de presse.

Vu qu'on ne peut pas faire confiance a priori à ce qu'une entreprise dit d'elle-même, il était nécessaire de faire une analyse comparée entre les sources de l'entreprise et les sources de la presse, soit favorables soit, surtout défavorables.

Quant au reste : il faut faire confiance aux données numériques, les comparer avec les résultats des autres entreprises et en extraire des conclusions.

[1] Entité Italienne Hydrocarbures.

Pour répondre à la question au titre donné à ce travail il était nécessaire de se poser la question de comment elles avaient administré les ressources de l'ENI et, pour en trouver la réponse, il avaient encore deux questions. La première était : quelles étaient les ressources de l'ENI ? Celles venant de la privatisation, naturellement ; et, alors, cette dernière comment s'était-elle passée pour ENI et, en général, en Italie ? D'où la seconde question, en faisant la supposition qu'elle se fût bien passée, comment avait-on utilisé ces ressources ?
La première chose était de voir si la privatisation avait été correcte, donc il était utile, si non nécessaire, de parler du concept de privatisation, tel qu'il était avant le déroulement de celle de l'ENI, pour comprendre la vision des privatisations qu'on avait à l'époque en Italie et de comment et combien le concept, ou un des concepts, de privatisation avait été appliqué. Mais à la racine de la privatisation et du montant des ressources qu'on en avait obtenu, on avait encore un autre problème : celui de la valeur du groupe. Combien valait-il avant de la privatisation ? Avait-il été vendu pour un prix qui était son prix, ou au moins pour un prix très proche de sa valeur ou non ? Il devenait nécessaire de parler soit du concept d'évaluation du prix, soit de ses développements en Italie, car l'évaluation avait été faite en Italie et par des hommes qui avaient étudié surtout en Italie. Si la privatisation se passa pendant les années 1990, le monde qui la fit avait étudié et s'était formé pendant les années 1950 et avait commencé travailler des les années 1960 : donc qui avait été leurs maitres, les meilleurs théoriciens italiens de l'évaluation avant 1960 ? Et quelle-était la tradition de leurs études ?
En revenant au cas de l'ENI, une fois sa valeur établie, et une fois qu'on alla à la privatisation, cette dernière devait nécessairement être placée dans le cadre des privatisations italiennes faites pendant les années 1990 et, dans ce contexte, il était utile de faire au moins un minimum de comparaison avec celles qui se passaient ou venaient de se passer en France et en Grande Bretagne à la même époque. Il est vrai que celui qui amena la privatisation de l'ENI dit qu'il n'avait pas suivi le schéma anglais, ou celui français, mais il est vrai que c'était important d'en parler, car on eut une discussion très vive en Italie avant, pendant et après le processus de privatisations, discussion dont il faut rendre compte et qui fut conduite avec énergie pour et contre l'idée de privatisation en soi et pour et contre la manière dont les privatisations se passaient.
La question de l'évaluation de prix est différente, car, au moins pour le Groupe ENI, personne ne douta jamais de la validité de l'évaluation faite.
Donc si pour le principe de la privatisation on pouvait discuter, c'était une toute autre question pour l'évaluation de prix de l'ENI. En effet, tout était clair : l'évaluation pour établir le prix par action de la première des cinq tranches de l'ENI à privatiser fut faite par le président de la Commission de la Bourse italienne, soit par un des meilleurs experts de l'époque. Ce ne fut donc pas par hasard que personne ne critiqua pas en ce moment. Les jugements donnés en ce moment là et ceux donnés bien plus tard, dix ans après, par la Cour des Comptes, confirmaient la validité et fiabilité du prix par action évalué à l'époque. On ne se souciait pas plus de faire des autres évaluations, car, l'action de l'ENI ayant son prix de marché, il fallait seulement décider combien d'actions mettre en vente de temps en temps. Donc, si tous les experts se sont toujours trouvés d'accord sur l'évaluation de prix du Groupe au début de la privatisation, il fallait se limiter dire comment on decida d'agir en Italie pendant les années 1990 pour une évaluation de prix et comment se passa celle du Groupe ENI en particulier.
Après, on avait à répondre à la question posée par le titre : La privatisation d'une entreprise modifie-t-elle la gouvernance?
La réponse est complexe et est rendue plus difficile du fait des problèmes et des faits qui se sont passés pendant les années.
Le premier problème est que dans un livre de gestion on ne retrouve que des indications générales de gestion, qui, en étant des résumés, ne donnent pas une description détaillée de la réalité d'un

domaine tel que celui lié aux hydrocarbures. Il n'est pas étonnant. S'il faut parler de gestion, il faut en parler d'une façon générale et qui devient insuffisante en rapport à la vie d'une entreprise ou d'un groupe qui travaille dans un domaine spécifique.
Si les règles d'évaluation du prix sont toujours applicables, car elles sont fondées sur des éléments certains tels que les nombres – ce que ne signifie pas que les données représentées par ces nombres le soient – celle de la gestion ne le sont pas, ni ne le pourraient être. Quand on travaille sur l'homme et avec l'homme il y a rien de certain et, surtout, dans un groupe où on a des diverses entreprises qui ne travaillent pas exactement dans le même domaine et donc dans la même manière, car le forage d'un puits est une chose, mais la vente d'essence est une autre chose et toutes les deux ont des principes d'efficacité tout à fait différents.
Ainsi il était nécessaire de se limiter aux principes les plus généraux de la gestion pour voir si l'on en avait appliqué ou non et, si oui, de quelle façon, sans trop contrôler si cette application avait été théorisée par un auteur, car, quasi-surement, elle ne l'avait été pas, le cas étant trop spécifique.
La gestion avait-elle eu du succès ou non ? Comment le comprendre ? C'était une autre question, cette fois un problème chronologique : quelle est la période à prendre en considération ? Est-elle celle qu'on accepte pour les évaluations et les analyses financières ? La réponse est négative : pour un jugement global de la gestion d'une entreprise trois ans ne suffisent pas. Si nous prenons une période favorable, car par hasard les trois années l'ont été, nous risquons de dire que tout va bien. Inversement, nous risquons de dire le contraire.
Il est vrai que l'analyse financière n'est jamais grossière. Elle va en profondeur dans les bilans et on ne lui peut cacher grand-chose ; mais ici il ne s'agissait pas d'analyse financière, il s'agissait de gestion pure et simple. Surtout, il s'agissait d'un cas avec des périodes mauvaises et bonnes, donc nous ne pouvons pas nous limiter à une brève période. Il était nécessaire de regarder toute la période depuis l'aboutissement de la privatisation jusqu'à nos jours, car c'était la seule manière de comprendre. Et on avait encore une raison liée au domaine pétrolier pour regarder à la période la plus longue : on a parfois besoin de 15 à 20 ans pour voir les résultats d'un investissement tel que l'exploitation d'un gisement : donc on ne pouvait pas se limiter à une courte période, mais toute la période à disposition.
En fait, si l'on s'était limité aux premières années avant 2007 – ce qui aurait donné une période de plus de dix ans, donc en théorie une période fort fiable – la réponse aurait été positive : des bénéfices croissants, des bonnes réserves, des bons dividendes…. on aurait eu tous les éléments pour donner une opinion positive. Mais la vie d'une entreprise et sa gestion sont aussi à vérifier pendant les périodes difficiles, pendant les crises ; d'où la conséquence du retard de certains choix, mêlée à des accidents naturels, tel que l'épuisement de quelques gisements, ou un ouragan dans le golfe du Mexique, ou des événements politiques, comme la guerre en Libye en 2011. Nous avons, donc, à partir de 2008 et jusqu'à 2012, une période difficile, qui est justement ce qu'il faut pour se rendre compte des réactions de l'entreprise, de façon à donner une opinion plus articulée et exacte de sa manière de réagir.
Enfin il y avait encore un autre problème : le rôle des actionnaires. On sait qu'un actionnaire est quelqu'un qui avait de l'argent et qui l'a prêté à une entreprise en espérant un gain annuel convenable. L'actionnaire normal s'attend que l'entreprise fasse de son mieux pour gagner autant qu'elle peut, en lui donnant des revenus. Son activité devrait appuyer une politique destinée à obtenir des gains et à éviter des pertes. Est ce que ceci s'est passé avec le groupe ENI ? A-t-il vraiment été capable d'obtenir toujours le maximum et, si non, quel a été le rôle de ses actionnaires, ou mieux, le rôle du plus important de ses actionnaires, qui est encore l'Etat italien ? Et ce rôle est-il expliqué de quelle manière ? A-t-il optimisé les résultats entrepreneuriaux ou non et, le cas échéant, a-t il permis au groupe d'atteindre ces résultats d'optimisation, de baisse de

prix et d'amélioration du produit et du service au client qui, selon les théoriciens, devraient être le but et à la fois le résultat d'une privatisation ?
On retrouvera une réponse que nous déclinerons à la page suivante ou bien voir « infra ».

N.B. : cette thèse ne contient autre que les opinions de l'auteur, qui n'engagent en rien l'UPEC - Université de Paris Est

Partie I

Avant de parler de la gouvernance d'une entreprise publique après sa privatisation, il semble nécessaire de consacrer une première partie à la privatisation. On a donc avant tout un chapitre sur le concept de privatisation et sur les théories américaines, britanniques et françaises à ce propos. Le chapitre 2 est consacré à la compréhension de la situation italienne telle qu'elle était avant les privatisations, le chapitre 3 parlera du « modèle mixte italien » d'économie et des raisons pour lesquelles le gouvernement s'endetta et chercha de trouver une sortie en privatisant. Le quatrième chapitre parle de la réalisation des privatisations en Italie et du cadre législatif qui fut organisé pour les faire. Enfin, dans le cinquième chapitre, on donne un cadre d'ensemble de la règlementation communautaire européenne en matière de privatisations avant et pendant les privatisations italiennes

Chapitre 1

La privatisation et les théories s'y afférant

Le premier chapitre concerne le concept de privatisation et les théories qui ont été développées à ce sujet. Il commence par des paragraphes plus théoriques, contenant une brève discussion pour la définition du concept de privatisation et les modalités de privatisation ainsi que de l'origine et de l'utilité des privatisations en général.
Après on abordera une partie plus pratique, en parlant du déroulement d'une privatisation, de l'incidence des privatisations et du déroulement des privatisations en Grande Bretagne et en France, car ce sont ces deux exemples qui ont été présents en Italie quand on a envisagé parler des privatisations à faire.

1.1 Le concept de privatisation

Qu'est que c'est privatiser ? Avant tout nous avons besoin d'une définition de nombreuses, selon que nous considèrons le concept en général, du point de vue des sciences sociales ou, plus exactement, la science économique.
Dans les sciences sociales nous avons de très intéressantes définitions, telles que celle donnée en 1988 par Paul Starr, de l'université de Princeton : « *The general meanings of privatization, then, correspond to withdrawals from any of these variously conceived public spheres* »[2] - la signification générale de privatisation correspond à la sortie d'une activité économique ou à la sortie des organisations publiques ou des organisations qui font partie de l'ensemble public.
Cette définition convient parfaitement à l'économie, mais il est clair qu'il faut en donner une plus précise. Qu'est-ce que c'est une « *retraite des sphères publiques*» et la conséquence dans le domaine économique ?
Certains auteurs, surtout au commencement des privatisations, ont eu une vision élargie. Par exemple MM. Lopez de Silanes, Shleifer et Vishny les ont définies : « *the downsizing of the economic activity of the State*» - la réduction des dimensions de l'activité économique de l'Etat.[3]
Une définition plus détaillée est donnée par Mme Catherine Kessedjian et M. Fabrice Dion : « *Privatiser* » est «… *Confier au secteur privé une activité relevant jusqu'alors du secteur public*».[4]
Ils ajoutent que :

> « *il est possible de retenir une acception plus vaste du concept de privatisation. Ce serait alors toute mesure qui, directement ou indirectement, opère le transfert temporaire ou définitif, partiel ou complet, au secteur privé d'activités qui jusque-là avaient été exercées par un organisme public. Le transfert partiel va permettre d'instaurer une concurrence entre une entreprise publique et une ou plusieurs entreprises privées, notamment par l'octroi de licences. Mais ceci relève*

[2] "*Les significations générales de privatisation, puis, correspondent à la retraite de quiconque de ces sphères publiques diversement conçues*" STARR, P, "The Meaning of Privatization," dans "Yale Law and Policy Review" n. 6, 1988, pages 6-41. Cet article a paru aussi dans KAHN, A. – KAMERMAN, S., (sous la diréction de), *Privatization and the Welfare State*, Princeton University Press, 1989, tél. http://www.princeton.edu/~starr/meaning.html
[3] LOPEZ DE SILANES, F. – SHLEIFER, A. – VISHNY, R.W. "Privatization in the United States", dans le "Rand Journal of Economics", 28, 1995, pages 447-471
[4] KESSEDJIAN, C. – DION, F., *Introduction*, dans DION, Fabrice (sous la direction de), *Les privatisations en France, en Allemagne, en Grande-Bretagne et en Italie*, Paris, Université de Paris V, Les études de la documentation française, 1995, page 7.

plus des modes opératoires ou de mise en pratique du concept que d'une définition du concept lui-même.»[5]

D'autres auteurs disent plus ou moins la même chose. Privatiser :

«*signifie le transfert du contrôle partiel ou complet d'une activité d'Etat et de ses biens à un investisseur privé ou à beaucoup d'investisseurs privés. La privatisation peut intéresser un monopole public, ou une entreprise d'Etat qui travaille dans le secteur privé. Elle peut s'effectuer en une opération unique ou étendue en tranches différentes dans le temps. Les méthodes de privatisation incluent: offre publique sur le marché national ou international, vente directe aux investisseurs, achat par la gestion et les salariés et privatisation de masse à travers la distribution d'actions à la population.* »[6]

Ou « *Privatisation involves the transfer of either possession or control, or both, of state assets, organisations and operations to private investors. It can be whole or partial and can be followed by complete withdrawal of state interest in the privatized activities or can lead to some degree of regulation of those activities, over and above the regulation involved in normal state industrial policy*. »[7]

Les autorités des Etats Unis ont dit officiellement en 1992 :

« *For purposes of this order: (a) "Privatization" means the disposition or transfer of an infrastructure asset, such as by sale or by long-term lease, from a State or local government to a private party*. »[8]

Alors il peut suffire de dire, avec M. Bortolotti de l'université de Turin et ses collègues, que privatiser c'est « *transférer la propriété et le contrôle des entreprises possédées par l'Etat.* »[9]
Donc nous pouvons accepter une définition de la privatisation comme un transfert de propriété et de contrôle du public vers le privé. Il nous reste à comprendre si le mot « privatisation » a toujours la même signification, impliquant durée et résultat pareils ou au moins semblables, ou si la privatisation est liée aux – et influencée par les – facteurs locaux, sociaux, économiques, financiers et politiques.
Une bonne introduction au problème semble celle donnée par M. Philippe Bance, à l'époque à l'université de Lille et maintenant à celle de Rouen, qui remarquait lui aussi en 1988 :

---

[5] KESSEDJIAN, – DION, *Introduction*, dans DION, F. (sous la direction de), *Les privatisations…*, opus cité, page 7, note 4.
[6] OCDE – Negotiating Group on the Multilateral Agreement on Investment (MAI), Expert Group No.3 on "Special Topics", *Privatisation*, Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development/ Organisation de Coopération et de Développement Economiques, 2 Septembre 1996, page 2.
[7] LOEFFLER, E. – SOBCZAK, D. – HINE-HUGHES, F., *Liberalisation and privatisation in the EU – Services of general interest and the roles of the public sector,* S.l., Office des publications de l'Union Européenne, 2012, page 6
[8] « Executive Order 12803 - Infrastructure Privatization », de 30 avril 1992, issu par le président des Etats Unis George Bush, cfr. http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=23625
[9] BORTOLOTTI, B. – FANTINI, M. – SINISCALCO, D., *Privatisation Around the World: New Evidence from Panel Data*, nota di lavoro 77.2001, Milano, Fondazione Eni Enrico Mattei, 2001.

« *Un véritable consensus de la presse écrite et audio-visuelle semble s'être dégagé pour considérer que privatisation signifie transfert de propriété (et plus encore de contrôle) du public vers le privé* »[10] en ajoutant : « *Cette définition, transposition littérale du terme anglo-saxon de « privatization », est d'ailleurs largement reprise dans le débat scientifique, et paraît aller de soi pour de nombreux auteurs. Et pourtant, n'existe-t-il pas dans le vocabulaire français un concept qui désigne sans équivoque le transfert de contrôle public-privé : celui de dénationalisation. Ne s'agirait-il alors que d'une méprise terminologique, produit de la sous-culture médiatique, mais n'ayant d'autre portée réelle que celle de la sémantique ? Certes non. Cette approche conceptuelle tend en fait à escamoter la nature même du processus de privatisation que connaissent les économies libérales depuis quelques années en en donnant une image réductrice. Ne doit-on pas en effet considérer la dénationalisation comme la forme la plus radicale (souvent le point d'aboutissement terminal) d'un processus de pénétration de composantes du secteur public par le secteur privé ?*

Une discussion approfondie sur le concept de privatisation s'impose donc. Cet éclairage conceptuel nous permettra alors d'appréhender la nature profonde des politiques de privatisation du patrimoine public qu'ont connues les économies libérales européennes et de percevoir les motivations structurelles cachées du phénomène. Pour ce faire, il s'avérera nécessaire de repenser les privatisations en les mettant en parallèle avec l'« utilisation » qui est faite des secteurs publics dans le cadre des politiques économiques.

Traiter des privatisations du patrimoine public consiste, au sens large du terme, à relater l'existence de caractéristiques ou d'évolutions qui l'assimile au patrimoine privé ou le soumettent aux intérêts privés. Cette définition générale appelle plusieurs remarques.

Les privatisations peuvent fondamentalement être appréhendées sur deux plans. Etudier les modalités d'assimilation ou de soumission du patrimoine public vis-à vis du secteur privé apparaissant à un moment donné revient à percevoir le phénomène comme un état, une caractéristique observée, alors qu'une analyse en termes d'évolutions (en particulier en termes d'extension de pratiques organisées) consiste à envisager les privatisations comme un processus.»[11]

1.2 Modalités de privatisation

Selon M. Bance les principales modalités institutionnelles de privatisation sont divisées entre celles qui comportent la « subordination » et l' « assimilation » du patrimoine public.

Celles qui comportent la « subordination comprennent les privatisations par différenciation subordonnée, soit celles relatives à la fonction d'assistance du secteur public et au développement du secteur privé et qui relèvent de transferts en capital ou de transferts de ressources financières, qui à leur tour impliquent des transferts tarifaires et commerciaux.

[10] BANCE, P. « Privatisations du patrimoine public et politiques économiques », dans la «Revue d'économie industrielle », Vol. 46, 4e trimestre 1988, page 21.

[11] BANCE, P., opus cité, page 21.

En laissant de côté les transferts de ressources financières, ce que nous intéresse pour ce travail sont les transferts en capital. Ils se vérifient quand la cession d'actifs publics conduit à des transferts de ressources financières vers le secteur privé. Ainsi, les politiques de dénationalisation massive sont souvent réalisées à des prix de vente des actifs se situant en deçà de leur valeur effective. Plus largement, les cessions d'actifs publics permettent le positionnement des capitaux privés vers les activités publiques rentables.
On peut aussi avoir des transferts de contrôle, ou des renonciations publiques au contrôle. Il s'agit d'une autre modalité de privatisation par différenciation subordonnée. Ce sont en réalité des stratégies publiques spécifiques dont l'objet est d'avantager et mettre en mouvement le secteur privé, en lui concédant l'usage des capitaux publics. Une diffusion ultra-minoritaire de capitaux publics dans les unités du système productif, peut constituer un autre volet de cette même stratégie.
Une autre option est la privatisation par assimilation. L'assimilation des entreprises publiques à celles privées peut à son tour être comportementale et s'exprimer juridiquement sous la forme de transmutation. C'est-à-dire que le comportement de la gestion change, en tendant à s'aligner sur les critères de gestion privée.
L'assimilation comportementale peut être choisie par l'Etat, ou par les autorités publiques de niveau inferieur (Régions, Départements, Provinces, Mairies) pour plusieurs raisons : l'intensification de la concurrence et la crainte des déficits, ou la volonté de les réduire.
Le préalable ou le corollaire de cette assimilation comportementale est souvent la transformation des structures organisationnelles ou patrimoniales, ou de toutes les deux à la fois.
La transmutation des capitaux publics, correspond à une modification des modalités d'exercice de l'activité productive publique pour les rapprocher de celles utilisées dans la sphère privée. Elles se divisent en trois variantes, qui sont aussi trois différentes étapes vers la « route » de la privatisation complète :

- les modifications statutaires,
- la filialisation,
- la privatisation, qu'à l'époque M. Bance avait dénommée « dénationalisation ».

Au fait il est clair, pour qui connaît les questions de gestion, que si on décide de changer l'organisation d'une entreprise publique, il faut commencer par la mutation de son statut.
En effet les entreprises publiques de premier rang ont fréquemment, sinon toujours, un statut régissant strictement leurs activités et fixant des contraintes rigoureuses, qui obligent en fait l'État à couvrir les pertes éventuelles : situation de monopole, comme dans les communications ou le secteur de l'énergie.
Cette rigidité de type juridique constitue des entraves à l'assimilation comportementale des directions et des personnels d'entreprises publiques, car, en fait, ils n'ont pas autant de responsabilités des directeurs et du personnel d'une entreprise privée quant à la bonne gestion de l'entreprise. Les modifications statutaires, et en particulier l'adoption du régime juridique des sociétés par actions, peuvent alors apparaître aux autorités comme la réponse appropriée et constituent, ou peuvent constituer, un préliminaire à la privatisation.
L'étape suivante est la filialisation, soit la création de liens financiers, la constitution de filiales, choses qui peuvent être à l'origine de profonds changements ou bouleversements de la configuration patrimoniale publique, la rapprochant de celle du secteur privé. En faisant cela, on peut changer des entreprises publiques monolithiques en groupes ramifiés et diversifiés plus ou moins puissants. Le rapprochement des entreprises publiques et privées peut aussi conduire à la

constitution de sociétés mixtes ou encore à des cessions partielles du capital des entreprises publiques au secteur privé.
Enfin, le dernier stade est celui de la dénationalisation, soit de la privatisation. Il s'agit du passage d'actifs publics au secteur privé du fait d'une politique délibérée d'un État, ou d'une autorité publique désirant réduire son poids dans le secteur entrepreneurial et économique. Il s'agit donc de la forme finale de l'assimilation, car, une fois l'opération réalisée, l'entreprise est privée dans ses comportements et dans la propriété.
D'un point de vue juridique, la privatisation concerne toute opération, organisée par l'autorité publique, de vente au secteur privé d'actifs publics physiques, ou de cession de titres de propriété conférant aux privés la majorité du capital social dans des entreprises précédemment publiques.
Cette approche n'est pas parfaite. Elle recouvre la plupart des opérations concrètes de privatisation, mais si un transfert de contrôle s'effectue avec la détention directe ou indirecte de l'autorité publique d'une majorité de capital social, il ne conduit pas au contrôle privé, car l'existence d'une pluralité d'actionnaires privés peut permettre le maintien du contrôle public avec une participation minoritaire.
D'un point de vue économique la privatisation sera le passage d'actifs ou d'unités d'un contrôle public à un contrôle privé, mais ici aussi il faudra faire attention, car le passage d'une pluralité ou de la majorité d'actions au privé, peut cependant permettre le maintien du contrôle public avec une participation minoritaire, si elle, par exemple, d'une façon plus ou moins directe, est supérieure à 30%. Il s'agit d'un cas que nous verrons se verifier avec l'ENI.

1.3 Utilité des privatisations

Les privatisations sont elles utiles ou non ? Donnent-elles de bons résultats en termes d'avantages à la communauté ou non ? Et d'où trouvent-elles leur origine ? A' propos de leur utilité les avis divergent. En 1987 MM. Sappington et Stieglitz disaient que, sous certaines conditions, les principaux objectifs de la production publique pouvaient être réalisés par la production privée. en fait, disaient-ils, l'attribution à des actionnaires, à travers une enchère spéciale, du droit à produire permettait d'atteindre des objectifs à la fois en termes d'efficacité (car la production était faite par les sujets relativement plus efficaces) et en termes d'équité, en atteignant des buts de redistribution.
Bien que cette théorie soit soumise à des conditions très restrictives telles la concurrence, l'absence d'asymétrie d'information et la neutralité des entreprises face au risque, elle permettait aux auteurs de dire qu'il était possible, dans certaines circonstances, d'atteindre des objectifs sociaux grâce à la production par le secteur privé sans que l'Etat dût intervenir directement. S'il était vrai que la production privée pouvait ne pas être capable de répondre à tous les objectifs d'un gouvernement, cela ne signifiait pas nécessairement que le secteur public pouvait faire mieux.[12]
Les conséquences qui pouvaient s'avérer bonnes en théorie et aux États-Unis, pouvaient être, dans la pratique et en Europe, inapplicables pour les consommateurs : voir la privatisation de l'eau en Grande-Bretagne ou du gaz en Italie, des quelles on parlera après.
Quant à l'origine, on pense que ce sont les gouvernements de droite qui ont le plus encouragé à privatiser, pour créer une classe moyenne de petits capitalistes qui sont, en tant qu'actionnaires, plus inclinés a soutenir des politiques orientées vers le marché et par conséquent à donner leur vote à la droite dans le futur.[13] La dimension politique du phénomène a été étudiée en

[12] SAPPINGTON, D. - STIGLITZ, J.E., "Privatization, information and incentives", dans "Journal of Policy Analysis and Management", vol. 6, n. 4, 1987.
[13] VICKERS, J. – YARROW, G., *Privatization: An Economic Analysis*, Cambridge (Mass.), MIT Press, 1988.

considérant un seul pays, ou une zone géographique,[14] ou des secteurs économiques spécifiques dans une nation, dans deux, ou plus, divers continents, ou parfois des entreprises du même genre répandues dans différents pays ;[15] plus rarement, on a étudié le monde entier.[16]
Certains auteurs pensent que les privatisations se passent quand les gouvernements ont besoin de gagner le soutien des investisseurs nationaux et internationaux et d'en obtenir la confiance.[17]
Parlant de l'utilité des privatisations, on a des approbations surtout par des sources officielles, car :

> «*…en assurant des bénéfices financiers à tout le secteur public, ces mécanismes ont la possibilité d'introduire une nouvelle gestion, des nouveaux modes de travail et des techniques venant du secteur privé, qui favorisent l'introduction de meilleures pratiques dans des compagnies moins efficaces.* »[18]

1.4 Origine des privatisations

Les privatisations ont commencé à être à l'ordre du jour dans le monde à partir de la moitié des années 1970 et surtout dès le commencement des années 1980. Le point de départ du processus de privatisation a vraisemblablement été le programme chilien de 1974, survenu dans un contexte politique très particulier, puisqu'il s'agissait de la restitution des entreprises qui avaient été nationalisées par le gouvernement Allende.
La deuxième étape se déroula en l'Europe de l'Ouest, à commencer par la Grande Bretagne, avec ce qu'il est convenu d'appeler «*la révolution tatchérienne*».
À l'origine, soit à la fin des années soixante-dix, le gouvernement britannique avait décidé de modifier en profondeur les principes de l'économie du pays. Nous assistons alors à une vente sur le marché boursier, soit à une «dénationalisation » des entreprises publiques mais aussi à un essai de l'Etat de se désengager d'activités qui lui étaient traditionnellement réservées, soit celles qu'on dénomment en Europe continentale « les services publics » qui, destinés à des « usagers » et non à des « consommateurs », correspondent à un idéal de service universel égal pour tous et sont exercés par une entité en situation de monopole.

1.5 Comment se déroule une privatisation

Qu'il s'agisse d'Etats pratiquant depuis longtemps l'économie de marché, de pays en voie de développement, ou d'Etats appartenant à l'ancien bloc socialiste, c'était toujours le même processus : des actionnaires privés prenaient le relais de l'Etat qui se recentrait sur ses activités traditionnelles de puissance publique.
La privatisation peut prendre des formes diverses, l'essentiel étant que des actionnaires publics abandonnent le contrôle de la société à des actionnaires privés. Généralement, privatiser consiste en une cession d'actions et au moyen d'une ou plusieurs offres publiques de vente sur le marché

---

[14] LAFFONT, J.J. – MELEU, M., *A Positive Theory of Privatization for Sub-Sahara Africa*, Université de Toulouse, 1991.
[15] MEGGINSON, W. – NETTER, J. *From State to Market: a Survey of Empirical Studies on Privatization*, FEEM Note di Lavoro, n. 1, 1999, téléchargeable http://faculty-staff.ou.edu/M/William.L.Megginson-1/prvsvpapJLE.pdf .
[16] YARROW, G. – JASINSKI, P., (sous la direction de), *Privatization. Critical Perspectives on the World Economy*, London, Routledge, 1996.
[17] BRANCO, F. - MELLO, A.A., *Theory of Partial Sales and Underpricing in Privatizations*, Cambridge (Mass.), Sloan School of Management, MIT, 1991; PEROTTI, E.C., "Credible Privatization" dans "American Economic Review", 4, 1995, page 847.
[18] HER MAJESTY'S TREASURE, *Implementing privatisations: the UK experience*, London, Her Majesty's Treasury and the London Stock Exchange, 1997, page 2.

boursier. L'opération n'est simple qu'en apparence et ne saurait être assimilée à une cession de contrôle comme celle ayant lieu entre investisseurs privés.
En effet, la vente d'actions appartenant à l'Etat a besoin de précautions particulières afin d'éviter la dilapidation d'un patrimoine appartenant à tous les citoyens et la prise de contrôle d'entreprises sensibles par des acquéreurs indésirables. Par conséquent, l'Etat, à la différence d'une personne privée, ne peut pas vendre ses biens à n'importe quel prix.
La privatisation doit s'opérer à un prix qui ne soit pas trop élevé, car il décourageait les acquéreurs, mais qui ne doit pas être trop bas, car il donnerait un avantage aux acquéreurs au détriment de l'ensemble des citoyens, c'est-à-dire une rupture du principe d'égalité.
Or, l'évaluation des valeurs mobilières n'est pas une science exacte et selon les parties du monde où elle est pratiquée, elle est faite suivant des critères différents (voir infra chapitres 7 et 10).
La privatisation ne peut pas se réaliser en appliquant purement et simplement les techniques de l'introduction en bourse ou de l'offre publique de vente, car la masse de titres offerts risquerait de perturber les cours et surtout, l'Etat doit se réserver un certain contrôle des acquéreurs. Il doit, le cas échéant, constituer des blocs de contrôle afin de s'assurer que l'entreprise privatisée sera tout de suite placée sous la domination d'une majorité stable, poursuivant des objectifs conformes à l'intérêt général. Il peut aussi écarter certaines catégories d'acquéreurs, ou limiter leur participation. Il trouve enfin dans les privatisations l'opportunité rêvée de faciliter la constitution d'un actionnariat populaire ou d'un actionnariat des salariés.
Par conséquent, le schéma simple de la vente au public des actions appartenant à l'Etat se nuance d'une multitude de choix particuliers qui donnent à chaque législation, voire à chaque opération de privatisation, sa physionomie.

1.6 Les conséquences

Les conséquences juridiques des privatisations ne sont pas non plus faciles à déterminer. Le terme même de « privatisation », a été dès le commencement préféré à celui de « dénationalisation » : cela montre qu'il ne s'agit pas seulement de défaire ce qui a été fait en donnant, ou en rendant, au secteur privé des sociétés placées sous le contrôle public. Du point de vue économique théorique, les privatisations ont aussi et surtout un aspect dynamique. Elles ne réussissent que si le nouveau statut de l'entreprise permet à celle ci de retrouver sa compétitivité.
Par certains côtés, ce passage du secteur public au secteur privé peut paraître anodin. La société privatisée conserve sa personnalité morale et ses conditions de fonctionnement sont d'autant moins bouleversées qu'elle était souvent déjà régie par la législation commerciale. Mais, on souligne :

> « *de nombreux aspects de ce changement de statut sont complexes, car il paraît irréaliste d'aligner immédiatement et totalement le régime des sociétés privatisées sur celui des entreprises qui ont toujours eu un caractère privé…La société privatisée se souvient en quelque sorte de ses origines avant de devenir peu à peu une société comme les autres*. »[19]

En fait, des mesures transitoires sont nécessaires afin de permettre à l'Etat de contrôler les cessions d'actions (technique de la « golden share » ou de l'action spécifique) ou de maintenir une représentation des salariés au sein des organes d'administration ou de surveillance.
La troisième étape a eu lieu simultanément sur plusieurs continents. En Europe de l'Ouest toujours, elle n'a été que le reflet de la modélisation de l'idéologie tatchérienne adaptée aux

[19] GUYON, Y., *Préface*, in DION, F. (sous la direction de), *Les privatisations..*, cit., pages. 5-6.

spécificités de chaque pays. En France, le programme de privatisation commença avec l'alternance politique et le retour de la droite au pouvoir en 1986 à la faveur des élections législatives.
Dans les pays d'Europe centrale et orientale, elle fut le résultat de la chute des régimes socialistes d'économie d'Etat et de la « libéralisation » des marchés qui s'en est suivie.
En Afrique, en Amérique latine et en Asie, elle a été le plus souvent inspirée par les plans d'ajustement structurels du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale. Quant à l'Amérique du Nord, le phénomène existe mais dans une moindre mesure, puisque ces économies ont toujours été plus largement fondées sur le secteur privé et les seules privatisations qui se sont passées l'ont été au niveau des villes, rarement d'Etat – d'un des 50 Etats des USA – et jamais au niveau fédéral américain.
Tous les secteurs d'activités furent concernés, des secteurs industriels les plus classiques (tels que la chimie, l'automobile etc.) aux secteurs énergétiques et miniers, aux télécommunications, transports (y compris les transports aériens), aéroports et ports, aux terres et forêts domaniales, aux banques et au secteur de l'assurance. Il semblait qu'il n'existait plus aucune limite puisque des secteurs, considérés jusqu'à une période récente comme relevant du rôle traditionnel de l'Etat et même de sa souveraineté, se trouvaient au cœur des programmes de privatisation.

1.7 Les raisons

Plusieurs raisons furent invoquées par les pouvoirs publics pour justifier ces privatisations. La première raison relevait – et relève encore - des contraintes budgétaires. Les Etats devaient faire face à des déficits publics de plus en plus importants et leurs dépenses croissaient plus rapidement que leurs recettes. Les privatisations leur permettaient – et permettent encore – de trouver des ressources, certes, ponctuelles, mais très utiles pour rembourser tout ou partie de leurs dettes. Par exemple, en 1987, la France obtint des opérations de privatisations 70 milliards de francs de recettes brutes et en employa les deux tiers pour rembourser une partie de la dette nationale ; il est aisé de comprendre que la réduction de la dette publique permet de mieux utiliser les ressources limitées de l'Etat.
La deuxième raison est d'ordre économique. L'une des caractéristiques principales de l'économie dans la seconde moitié du vingtième siècle était le besoin croissant d'investissements financiers importants non seulement en raison de l'affinement des techniques et des infrastructures qu'elles nécessitaient, mais également pour les innovations qui seules permettaient de donner aux entreprises un véritable avantage compétitif, surtout lorsque ces innovations pouvaient être protégées par un droit de propriété intellectuelle.
L'autre caractéristique traitait à la mondialisation des échanges et donc à la mondialisation de la concurrence. À la fin des années 1980, nous commençons à voir ce qui à partir de 2010 devint un fait. A' savoir que, pour faire face à cette concurrence mondiale, il faut passer par des « alliances stratégiques » avec des partenaires étrangers qui entraînent souvent des participations en capital croisées ou la conclusion d'accords de partenariat complexes. Tout ceci ne pouvait pas être accompli aussi facilement par des entreprises publiques que par des entreprises privées. On dit que la rigidité typique de la présence de l'Etat dans une entreprise aurait été un frein à la souplesse et à l'adaptation nécessaires dans ce contexte. De plus, les priorités de l'Etat, notamment un certain sens de l'intérêt public auraient été un obstacle. En outre la gestion sociale ou financière aurait été en contradiction avec les méthodes de gestion indispensables actuellement.
La troisième raison est plutôt d'ordre idéologique. À l'évidence cette raison n'est pas toujours directement évoquée par les gouvernements mais elle est incontestablement présente dans de nombreux programmes de privatisation. Elle est également intimement liée au contexte économique qui est l'axe central de la deuxième raison évoquée ci-dessus. Elle prend sa source

dans une conception restrictive du rôle de l'Etat dont on ne voit d'ailleurs pas très bien où elle trouve ses limites. C'est ainsi que l'on peut concevoir un système privé pour l'éducation, les soins, l'énergie, les communications pour ne citer que les exemples les plus évidents.
Une quatrième raison est strictement liée à la troisième et pourrait aisément être qualifiée de politique. Privatiser serait « démocratiser » l'économie. On entend par là la cession du capital des entreprises aux individus membres de la communauté nationale à qui, parfois, est réservée une partie des titres mis en vente. Ces petits épargnants seraient l'archétype du nouveau citoyen qui participerait ainsi à ce lieu de pouvoir postmoderne que sont les entreprises.
Cette conception va très loin dans le rôle que l'on veut faire jouer à la société civile. Les déclarations du secrétaire général des Nations Unies Monsieur Boutros-Ghali en 1995 qui, devant le Parlement européen de Strasbourg, dit souhaiter que : « *Les entreprises commerciales et les établissements financiers, aujourd'hui lieu fondamental de pouvoir à l'échelle de la planète, soient associés plus étroitement aux décisions internationales*»[20] en furent considérées comme une preuve exemplaire.

1.8 Les données numériques

Du point de vue de l'ampleur des enjeux financiers, quelques chiffres suffisent à donner une image du phénomène. Le total mondial cumulé de toutes les opérations de privatisation s'est élevé à 328 milliards de dollars au cours de la période 1985-1992. En Europe occidentale, on évalua à 100/150 milliards de dollars les actifs qui devraient passer au secteur privé avant la fin du XXème siècle. Ce nombre correspondait au tiers de la capitalisation boursière d'une place comme celle de Paris à la fin des années 1980, mais seulement à 15% environ de l'ensemble de la capitalisation boursière des places européennes ou à 2,55% du PIB de l'Union européenne.[21] En ce qui concernait la France, les opérations réalisées sur le marché par le Gouvernement Chirac de la fin de 1986 au début de 1988 donnèrent à l'Etat Français 71 milliards de francs/1987 en portant sur une dizaine d'entreprises[22] représentant une capitalisation boursière de 93,5 milliards de francs/1987.[23] C'était beaucoup, surtout lorsque nous faisons une comparaison avec les vingt privatisations britanniques survenues entre 1979 et 1986 qui donnèrent à l'Etat britannique seulement 65 milliards de francs/1987. Pourtant, la bourse de Londres représentait à l'époque six fois la taille de la bourse de Paris tant en terme de capitalisation boursière que de transactions quotidiennes, alors il faudrait considérer le résultat français bien plus remarquable que celui britannique, parce que la France obtint plus d'argent à travers moins de privatisations que la Grande Bretagne et faites à travers une bourse plus petite de celle de Londres et pendant une période plus courte : 71 milliards de francs/1987 en 18 mois en France face à 65 milliards de francs/1987 en 18 ans en Grande Bretagne. Mais quand on parle de statistiques il faut prendre des précautions, car, comment souligna en Italie Salvatore Gueci de l'Ecole supérieure d'économie et finances :

---

[20] Discours de M. Boutros Boutros-Ghali secrétaire général de l'ONU au Parlement européen, Strasbourg 13 novembre 1995.

[21] KESSEDJIAN, C. – DION, F., *Introduction*, in DION, Fabrice (sous la direction de), opus cité, page 8.

[22] Les Groupes et entreprises à privatisér furent : Saint-Gobain, 1986, 8,4 milliards de francs ; Paribas, 1987, 12,8 milliards de francs ; TF 1, 1987, 4,4 milliards de francs ; Crédit Commercial de France, 1987, 2,2 milliards de francs ; CGE, 5,4 milliards de francs ; Société Générale, 1987, 17,2 milliards de francs ; Havas, 1987, 2,8 milliards de francs ; Mutuelle générale française, 1987, 1,5 milliards de francs ; Banque du bâtiment et des travaux publics, 1987, 0,4 milliards de francs ; Groupe Suez, 14,9 milliards de francs ; Matra, 1988, 1 milliards de francs, cfr. WRIGHT, Vincent, "*The industrial privatization programmes of Britain and France: the impact of political and institutional factors*", dans JONES, Peter (sous la direction de), *Party, Parliament & Personality, essays presented to Hugh Berrington,* London, Routledge, 1996, pp. 85-88.

[23] JACQUILLAT, Bertrand, *Nationalization and privatization in contemporary France*, Stanford, Hoover Institution – Stanford University, 1988.

> « *En se référant aux années 1979 - 1999, le pays européen qui a réalisé les revenus les plus élevés provenant de la privatisation a été le Royaume-Uni, avec 165 millions de dollars, suivi par l'Italie avec 122, la France avec 71, l'Allemagne et l'Espagne avec 63 et 62. En regardant les nombres ci-dessus, il est clair que la comparaison internationale de la possibilité de privatiser des principaux pays européens (basé sur la relation entre les valeurs cumulées de cessions et le produit intérieur brut), fournit des résultats très différents en fonction de l'époque de référence. Jusqu'en 1997, le Royaume-Uni a eu des cessions égales à une partie de son PIB qui étaient à près de trois fois supérieures à celles faites en Italie. Si la comparaison est limitée à la période après 1992, l'Italie est, cependant, dans une position de prééminence. Bien sûr, cela est dû au fait que, en 1997, en Grande-Bretagne la poussée vers la privatisation était en train de s'épuiser, tandis qu'en Italie elle était en train d'accélérer*. »[24]

Les statistiques montrent aussi que les privatisations permettent d'ouvrir aux investissements étrangers le capital des entreprises concernées. C'est ainsi que durant la période 1988-1993 furent effectués dans le monde 2.600 opérations de plus de 50.000 dollars, pour un total de 270 milliards de dollars ; elles donnaient la possibilité d'un investissement par des personnes d'une autre nationalité que celle du pays dans lequel la privatisation avait lieu. De plus, ce phénomène augmenta avec le temps. Sur les 2.600 opérations citées, seules une soixantaine étaient réalisées en 1988 mais en 1993 leur nombre était de 900.

1.9 L'incidence des privatisations

Les nombres sont imposants, mais il faut s'interroger sur les incidences des privatisations sur les structures sociales, ce qui permet peut-être de cerner certaines limites au-delà desquelles il ne serait plus acceptable de privatiser. Ce sont les limites que les politiques, qui ont pris la décision de privatiser, pensent de ne pas devoir dépasser pour ne pas avoir de mauvaises surprises électorales. Du reste, il est indéniable que la politique de privatisation à grande échelle contribua à transformer profondément les structures sociales. L'Etat commença à perdre la légitimité qu'il tirait de son intervention directe dans le jeu économique.

> « *Il perdait même en partie sa fonction d'Etat-providence pour devenir un «Etat-stratège ». Ce dernier se bornerait à définir les orientations à long terme de l'économie nationale, par rapport aux enjeux internationaux et à garantir que les impératifs stratégiques soient préservés. Cette évolution va de pair avec celle que l'on perçoit nettement dans son rôle de créateur de normes. Il perd de plus en plus, du moins en matière économique, sa crédibilité normative et doit réorienter sa politique de normes en fixant des cadres stratégiques dans lesquels les opérateurs doivent se mouvoir en toute liberté sauf abus de leur part. L'Etat se borne à sanctionner ces abus.* »[25]

[24] GUECI, S., "Privatizzazioni e interesse pubblico", dans, "Rivista della Scuola superiore dell'economia e delle finanze", an VII, n° 2, avril-séptembre 2010, page 5.
[25] Définition par LENOIR, R. et LESOURNE J., dans *Où va l'Etat?*, Paris, Le Monde éditions, 1992.

Par ailleurs la société se transforme dans la mesure où les services publics sont également la cible des privatisations. Les usagers perdent ce traitement égalitaire pour un service qui, pendant très longtemps, fut suffisant, sinon excellent, mais qui, incontestablement, s'est dégradé au fil du temps, sous des pressions multiples. L'usager devient alors un consommateur de service, un client, et voit les prestations se différencier en fonction des prix qu'il acceptera de payer. En théorie cette différence des prestations serait plus bénéfique, plus efficace et permettrait d'obtenir des services de meilleure qualité à un moindre prix ; en pratique parfois elle n'est pas autant bénéfique que l'on croyait. Par exemple en Grande-Bretagne la privatisation de l'eau ne semble pas avoir profité au consommateur. L'approvisionnement se révéla parfois déficient, les prix augmentaient sans que les équipements se fussent améliorés de manière significative. En revanche, dans le même temps, les entreprises ont triplé leurs bénéfices depuis la privatisation. Il en alla de même en Italie avec la libéralisation et privatisation du marché de l'essence. Les prix baissaient à court terme et augmentaient tout de suite, après six mois, sans jamais revenir à leur niveau initial, indépendamment de la stabilité du prix du pétrole.
Alors, il faut dire que, dans ce système, le consommateur n'obtint réellement un moindre prix que s'il parvenait à faire jouer la concurrence. Or, pour cela, il faut du temps, dépenser une certaine énergie pour découvrir l'information et, une fois cette information obtenue, savoir négocier ; et ce n'est pas à la portée de tout le monde.
En ce qui concerne les activités pour lesquelles il est possible d'accepter l'idée de privatisation, il convient de procéder à des choix de mise en œuvre prudents : tout d'abord l'évaluation du prix de privatisation. Cet exercice est particulièrement malaisé surtout lorsqu'il s'agit d'entreprises qui possèdent un fort patrimoine technologique développé grâce à de lourds investissements publics. Il n'est pas certain que, par le passé, on ait évalué correctement le patrimoine immatériel des entreprises privatisées. En outre, dans certains domaines, le cahier des charges de l'entreprise privatisée devra impérativement exiger qu'elle poursuive certaines missions de service public.[26]
Par ailleurs, il est conceptuellement nécessaire de différencier : ouverture des marchés par une mise en concurrence des acteurs opérant sur ces marchés, nature publique ou privée de la détention du capital de ces acteurs. Il s'agit là de deux logiques séparées qui obéissent à des objectifs et à des modes opératoires distincts ; on eut des différences aussi selon les pays qui privatisaient. Nous verrons seulement deux exemples : ceux de la Grande-Bretagne et de la France.

1.10 Les privatisations en Grande Bretagne,

La Grande Bretagne, après la Seconde Guerre mondiale et la victoire des travaillistes en 1945, eut un renforcement et un élargissement des secteurs publics productifs, avec des nationalisations d'une ampleur sans précédent, notamment dans les secteurs de l'énergie et des transports.
La forte croissance et l'ouverture connue par les économies européennes de l'ouest à partir des années cinquante furent essentielles pour le changement d'attitude des autorités publiques à l'égard de leur patrimoine. La Grande Bretagne, comme d'autres États, utilisa son secteur public pour une fonction d'assistance au développement de l'activité privée et à la vie quotidienne de la population. Cela fut réalisé avec des compressions tarifaires, surtout durant les périodes 1965-67 et 1970-73, mais il en résulta une baisse de la rentabilité des entreprises publiques (y compris British Gas et British Telecom). À partir de 1971, la rentabilité hors subventions des industries nationalisées britanniques devint négative avec des minima en 1974-1975 et 1979-1980. En effet,

[26] KESSEDJIAN, C. – DION, F., *Introduction*, in DION, F., opus cité, pages 7-14.

malgré un ambitieux programme de nationalisation lancé par le Parti Travailliste pour régénérer l'économie,

> «*bien loin d'étendre les participations de l'État dans les secteurs de pointe (...), le National Enterprise Board se vit contraint d'intervenir de façon croissante en faveur d'entreprises en faillite et de secteurs en déclin* ».[27]

Les entreprises publiques monopolistiques furent de plus soumises à de nombreuses compressions tarifaires ce qui limita leur capacité d'investissement. Les bilans de la Grande Bretagne allaient de pire en pire et en 1979 le Parti Conservateur gagna les élections, donnant la position de Premier ministre à Mme Tatcher, qui commença un programme intensif de privatisation, sans trop se soucier de l'impact social.
Sa politique avait pour but de revenir aux principes du libre-échange, de l'équilibre budgétaire et de la déréglementation qui étaient les conditions de base pour arriver au plein emploi et, en substance, étaient les principes soutenus par l'école de Chicago et par Milton Friedman, qui avait souligné la nécessité d'ouvrir les marchés et surtout de supprimer les entreprises d'État.
Les méthodes choisies pour le processus britannique de privatisation firent voir que l'objet était celui d'une plus grande efficacité économique, avec l'intention de limiter le pouvoir de négociation des syndicats.
Pourtant l'Etat resta capable de surveiller les entreprises partiellement privatisées, en utilisant la « golden share »[28] dans un premier temps et en l'abandonnant une fois que la structure de l'entreprise privatisée avait été consolidée.
En se limitant aux entreprises les plus importantes, les premières privatisations réalisées furent celles de la British Aerospace et de la British Petroleum.
La British Aerospace fut cédée en deux tranches. Dans la première fut cédé 50% du capital en utilisant la technique de la sous-évaluation pour attirer les investisseurs, dans la seconde on mit sur le marché le 50% restant. Les investisseurs démontraient un grand intérêt et la vente fut un succès.
La British Petroleum fut privatisée à son tour en trois tranches : la première fut directement de 51% et faite sans recours à la sous-évaluation du titre car elle ne fut pas nécessaire pour attirer les investisseurs ; ce qui fut pratiqué par la suite, dans la deuxième et la troisième tranche.
En 1987 le gouvernement conservateur procéda à la privatisation de la British Airport Authority et de la British Telecom, qui en 1981 avait été séparée de l'administration des Postes (qui resta à l'Etat) et pour laquelle on avait fait avant la privatisation la déréglementation du secteur des télécommunications.
Les objectifs fixés par le gouvernement Thatcher à travers les privatisations, comme celui de la diffusion de l'actionnariat, furent largement atteints et la détention d'actions par la population anglaise augmenta de 15%, mais beaucoup de ces actionnaires vendaient rapidement les actions qu'ils venaient d'acheter. Quant aux recettes venant de la privatisation, elles furent utilisées

[27] DANGEARD, F.-E., *Nationalisations et dénationalisations en Grande-Bretagne*, Paris, La documentation française, Notes et études documentaires, n° 4739-4740, 1983, pp. 26-27 ; voir aussi SANTINI, J.-J. *Les privatisations à l'étranger : Royaume-Uni, RFA, Italie, Espagne, Japon*, Paris, La documentation française - notes et études documentaires, n° 4821, 1986, p. 34.

[28] La *golden share*, à la lettre « part dorée », qu'en France est appelée « action spécifique » ou « de référence » donne à celui qui la détient un droit de veto sur l'ensemble du capital d'une entreprise dans certaines circonstances. La *golden share* est souvent détenue par l'État en tant que restant actionnaire d'une compagnie publique privatisée et transformée en société cotée en bourse.

principalement pour réduire la dette publique et les taux d'imposition, ce qui provoqua une augmentation du chiffre d'affaires global des entreprises et une certaine reprise économique.
Si le résultat économique fut considéré comme bon, le social fut lourd. De 1979 à 1983 le nombre de salariés dans le secteur des entreprises publiques en Grande Bretagne diminua de moitié dans la sidérurgie, de 177.000 à 107.000 dans l'entreprise automobile British Leyland, de 56.000 à 35.000 à British Airways ;[29] en conséquence, les profits des entreprises publiques industrielles augmentèrent de 20% par an entre 1980 à 1985.

1.11 Les privatisations en France[30]

Après la Seconde Guerre mondiale, la France vit une vague de nationalisations, suivie d'une longue période de stabilité. Après 1982, furent menées d'autres privatisations, à caractère stratégique et dans des secteurs qui, en général, n'étaient pas en difficulté. L'Etat français voulait se donner les moyens d'intervenir massivement et directement dans le fonctionnement de l'économie, surtout pour orienter les choix industriels et réduire le poids des contraintes de court terme dans les décisions des entreprises.
À partir de 1986, sous le gouvernement de cohabitation dirigé par Jaques Chirac et dans le contexte de libéralisation de l'économie mondiale, commençaient les programmes de privatisation, à l'image de ce qui se pratiquait déjà au Royaume-Uni.
La loi du 6 août 1986 fixa une liste de 65 entreprises à privatiser et de mesures à prendre. Cela débuta par la vente de la société Saint Gobain, suivie par le holding financier Paribas en 1987, par le Crédit Commercial de France, par la Compagnie Générale d'Electricité et par Suez ; puis vint la privatisation des entreprises du secteur de l'information, comme TF1, la première chaîne de télévision française, et des entreprises qui n'avaient pas été mentionnées dans la première liste des 65 à privatiser, telles que Matra, la Caisse Nationale de Crédit Agricole.
La vente eut un grand succès et, même si le gouvernement fut accusé d'avoir vendu ses entreprises à des prix trop bas, à la fin de 1988, le gouvernement Chirac avait vendu pour 100 milliards de francs (valeur 1999) d'actifs publics. D'autres sources avancent le chiffre de 70,5 ou 72 milliards de francs.[31]
En règle générale, l'Etat français, pour se protéger contre les OPA hostiles, avait publié une loi qui empêchait toute personne physique ou morale d'acheter une participation de plus de 5% sans sa permission, limite qui augmentait à 20% dans le cas de la participation de capital étranger dans une entreprise privatisée. Il s'agissait du principe du maintien d'un « noyau dur » qui fut choisi aussi dans la première phase des privatisations italiennes pour garantir la stabilité des entreprises, car la vente de 20% et parfois 30% du capital à des grands actionnaires était permise s'ils s'engageaient à ne pas vendre leurs actions pendant une certaine période.
Le second système de garantie fut celui de « l'action spécifique », comparable à la « golden share » anglaise, qui donnait au gouvernement la possibilité d'opposer son veto à quiconque avait l'intention d'acheter une part de plus de 10% du capital. L'action spécifique avait une durée maximale de cinq ans, après quoi elle devenait une action ordinaire.
Mais de 1988 à 1992 les privatisation cessèrent selon la loi du 6 août 1986, car le président Mitterrand, qui venait d'être réélu, devait tenir la promesse faite pendant sa campagne électorale, quand il avait adopté le slogan «ni-ni», c'est-à-dire « ni privatisation ni nationalisation ».

---

[29] SANTINI, J.-J., opus cité, page 37.
[30] CHABANAS, N. - VERGEAU, E., « Nationalisations et privatisations depuis 50 ans », dans « Insee Première », n° 440, 1996, téléchargeable du site http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?reg_id=0&ref_id=ip440; repris dans « Les notes bleues de Bercy », mai 1996.
[31] CORDELLIER, S. – LAU, E. (sous la direction de), *L'état de la France 2000-2001*, Paris, La découverte, 2000, et cfr. WRIGHT, V., opus cité, p. 87-88, cfr. infra, note 22. .

Cependant, la période vit une série de privatisations partielles, soit par la cession d'activités de certaines entreprises publiques (ainsi, les filiales de la parachimie furent cédées au groupe Total), soit par la réduction du capital contrôlé par l'Etat (dans le domaine pétrolier c'était le cas d'Elf Aquitaine).
Les privatisations françaises furent utilisées pour réduire l'endettement de l'Etat et pour recapitaliser les entreprises publiques restantes. Cela poussa le gouvernement de gauche à procéder à la vente partielle de certaines d'entre elles et à la séparation de certaines activités des entreprises dans la liste originelle. Donc, avec la loi n. 90-560 on régla la transformation de Renault en société anonyme.
Le décret 91-332 donna une définition du rôle de l'État en tant que détenteur des grands groupes publics et dit que leur cession devait se faire non pas directement, mais à travers des augmentations de capital privé, conséquence d'un plan industriel, il fut évité la privatisation des entreprises qui géraient les services publics.
Avec le retour de la « droite » au pouvoir, commença la deuxième phase des privatisations françaises. Le gouvernement mit en vente 21 entreprises, parmi lesquelles des sociétés importantes telles que BNP Banque Nationale de Paris, le Crédit Lyonnais, UAP et, partiellement, AGF et GAN ; et pendant cette deuxième phase on supprima l'obligation de limiter l'actionnariat à 20% du capital.
En 1994 on fit une privatisation partielle d'Air France et de France Télécom et on acheva la privatisation totale d'AGF et de GAN.
Ce qui nous intéresse dans le cadre de ces travaux c'est exactement cette période pendant le gouvernement de M. Edouard Balladur,[32] quand l'ensemble des privatisations sur la période 1993-1995 rapporta 114 milliards de francs en trois ans en privatisant Elf-Aquitaine[33] et Total. À son début, Elf était une entreprise contrôlée majoritairement par l'État, et elle le resta jusqu'à son rachat-fusion par Total-Fina.

[32] Le gouvernement Édouard Balladur (29 mars 1993 au 11 mai 1995), cinquième gouvernement du deuxième mandat du président Mitterrand, dans le cadre de la dite «deuxième cohabitation». Il s'agit du 24e gouvernement de la Ve République.
[33] Selon François-Xavier VERSCHAVE, Elf résulta en fait d'une volonté politique du général de Gaulle destinée à assurer la « grandeur » de la France en Afrique malgré la décolonisation, et à maintenir un accès français à cette ressource stratégique qu'est le pétrole ; cfr. VERSCHAVE, F.-X., *La Françafrique, Le plus long scandale de la république*, Paris, Stock, 1998, page 139.

Chapitre 2

La situation italienne avant privatisation

Ce chapitre traite de la situation politique et économique italienne avant privatisation, et ce, après la Seconde Guerre mondiale et le conservatisme d'avant guerre, pour montrer les raisons économiques, théoriques et politiques qui déterminaient en Italie la naissance d'une économie d'Etat, soutenue par un vrai monopole, un manque presque total de compétition et un support financier illimité donné par l'état, ce qui mena à la débâcle du système à la fin du siècle XXe.
Cela se passa parce que l'économie d'Etat en Italie se trouva à vivre avec l'économie composée par les entreprises privée et donna lieu à un modèle qui était à moitié entre celui de l'économie planifiée des pays socialistes et le modèle occidental capitaliste. Cette structure est décrite en détail et est examinée dans son développement et dans ses résultats, qui ne furent pas mauvais jusqu'à ce que la multiplication des centres décisionnels, à partir du commencement de la décentralisation, faite avec la mise en œuvre des gouvernements régionaux, empêcha le fonctionnement du système.

2.1 La situation italienne avant privatisation.

Le problème qu'on retrouve quand on va examiner la situation italienne née des privatisations est tout à fait particulier, car le système italien, avant l'introduction de l'euro, était une sorte de mélange de capitalisme et de socialisme, appelé « système mixte ».
L'économie italienne à partir de l'unité de l'Italie en 1861 a toujours bénéficié d'un fort soutien du gouvernement, qui lui a permis d'agir dans une situation de protectionnisme et de monopole de facto dans plusieurs domaines de l'économie.
L'intervention de l'Etat, toujours invoquée et presque toujours obtenue par les entreprises italiennes, fut favorisée par la faiblesse du système politique italien. Le gouvernement s'appuya toujours sur des coalitions politiques ; ces coalitions étaient instables. En conséquence, le gouvernement était souvent, si non toujours, proche de sa chute et, si par hasard il n'était pas possible de former une nouvelle coalition, on allait aux élections. Entre 1861 et 1924, quand Mussolini de facto commença sa dictature en fermant la Chambre des Députés, soit en 63 ans, on vota vingt fois aux élections générales, soit environ une fois tous les trois ans, et il y eut 58 gouvernements, soit un tous les ans et 45 jours. Il est clair que, dans ces conditions, la préoccupation la plus importante de chaque député était d'assurer sa réélection et, comme le vote était censitaire jusqu'en 1912, le nombre des électeurs était réduit, leur poids était grand et ils avaient beaucoup d'influence ; voilà pourquoi l'industrie italienne et les banques furent toujours protégées, mais, surtout, voilà pourquoi le monde financier et économique italien eut toujours la possibilité d'être aidé par l'Etat, d'une façon tout à fait inconcevable à l'étranger, soit avec des injections directes de capitaux, soit en secourant les entreprises qui menaçaient de faire faillite. L'aide s'accrut avec le Fascisme, quand, en 1933, on décida de créer une compagnie publique, l'I.R.I. – Institut pour la Reconstruction Industrielle – qui fut organisée pour aider et acheter les compagnies financières ou industrielles victimes de la crise économique de 1929[34] et surtout pour éviter la faillite des banques italiennes les plus importantes, telles que la Banque Commerciale Italienne, le Credito Italiano et le Banco di Roma. Ces banques se trouvaient en crise

[34] ALBERTI, M., *La grande crisi – analisi dei fatti generali e tecnici e dei fattori psicologico-morali degli svolgimenti economici dal 1914 al 1934*, Milano, il Corbaccio, 1934; voir particulièrement les chapitres 1 et 5, CASTRONOVO, V., *Storia economica d'Italia dall'Ottocento ai giorni nostri*, Torino, Einaudi, 1995;

de liquidité car elles avaient trop prêté aux entreprises en difficulté. L'IRI, en théorie, devait acheter les titres de crédit des banques et, tout de suite, chercher à les revendre, à les éliminer de n'importe quelle façon. Il devait se dissoudre après avoir accompli sa tache. La réalité fut différente. En effet, l'I.R.I. resta en vie et en cinquante ans devint un regroupement industriel avec 500.000 personnes qui y travaillaient.

Au point de vue organisationnel et institutionnel, le système connut, dès les années Trente, une meilleure organisation. Les institutions, telles que l'I.R.I., étaient des personnes morales de droit public, ayant pour mission la gestion de participations de l'Etat dans les entreprises.[35] Par la suite, l'I.R.I. demeura en place pour gérer de façon permanente les participations de l'Etat dans des entreprises exerçant dans les secteurs les plus divers. De même, la création en 1926 de la société A.G.I.P. – Agence Générale Italienne des Pétroles – avait témoigné de la volonté du régime fasciste de mener une politique d'indépendance énergétique.[36]

Après la Deuxième Guerre mondiale, la reconstruction n'entraina pas le démantèlement du système, mais son développement et sa rationalisation ; en 1948 l'I.R.I. passa d'organisme de mobilisation de crédit en un organisme de gestion.

La même année l'intervention publique fut régie par l'article 41 de la Constitution à côté du principe de la liberté d'initiative économique privée et précisée dans le cadre de la loi et en vue de la poursuite de buts sociaux.[37]

La situation politique italienne ne changea pas beaucoup après la chute du Fascisme et l'instauration de la République, car on retrouva la même faiblesse des coalitions gouvernementales d'avant le Fascisme. En fait, de 1946 à 2011, le nombre d'élections fut de 16, soit une moyenne d'une tous les 4 ans et quelques mois ; et il y eut 60 gouvernements, soit un par année et demi, et leur durée fut parfois de moins de six mois.[38]

De nouveau, l'industrie et les banques furent protégées par le système politique. Il s'agissait soit d'en recevoir l'appui direct au moment des élections, soit de démontrer aux électeurs qui travaillaient dans les secteurs industriel et économique qu'on ne les oubliait pas et qu'on protégeait leur emploi pour gagner leur votes.

Pour cette raison l'IRI augmenta ses secteurs d'intervention et devint le moteur de la modernisation et du développement de l'économie italienne, mais aussi un des distributeurs d'argent public.

Dans ce cadre, l'entreprise publique représenta dans l'après guerre l'instrument principal de la politique économique de l'Etat, revêtant trois formes différentes :

1. les régies autonomes appartenant à l'Etat,
2. les organismes publics économiques ;
3. les organismes de gestion des participations de l'Etat.

---

[35] Après la 2e Guerre Mondiale l'I.R.I. augmenta ses secteurs d'intervention et devint le moteur de la modernisation et du développement de l'économie italienne. En 1980 il était composé par environ 1.000 sociétés avec plus que 500.000 travailleurs et pendant longtemps l'I.R.I. fut l'entreprise industrielle la plus grande du monde au dehors des Etats Unis. En 1992 son budget était de 75.912 milliards de lires italiennes avec 5.182 milliards de pertes. L'année suivante l'I.R.I. était à la 7ème place dans la liste des compagnies les plus grandes du monde avec un budget de ventes de 67,5 milliards de dollars. .

[36] MAGINI, M., *Nascita e sviluppo dell'AGIP*, in, DE FELICE, R. (sous la direction de), *L'economia italiana tra le due guerre: 1919-1939*, Roma, IPSOA, 1984, pages 483-487.

[37] Cfr. *Costituzione della Repubblica Italiana* (Constitution de la République Italienne), Parte I, Titolo III, *Rapporti economici,* article 41; alinéa 3, l'édition utilisée ici est celle du *Codice civile con la Costituzione e le principali leggi speciali* (publié par R. Nicolò et A. di Majo), Milano, Giuffré, 1981, page 9

[38] CASTRONOVO, V., *Storia economica d'Italia dall'Ottocento ai giorni nostri*, Torino, Einaudi, 1995; GONELLA, G., *Dalla guerra alla ricostruzione*, Roma, Studium, 1983; SYLOS LABINI, P., *La crisi italiana*, Roma-Bari, Laterza, 1995.

Les régies autonomes appartenant à l'Etat dépendaient d'un organisme de tutelle et ne bénéficiaient pas d'une personnalité morale propre. Elles étaient cependant dotées d'une autonomie partielle sur le plan comptable et financier et dépendaient de l'Etat ou des administrations locales (régions, provinces, communes); les rapports qu'elles entretenaient avec leur organisme de tutelle et leur personnel relevaient du droit public, même si elles offraient des prestations de caractère privé.
Les organismes publics économiques menaient une activité assimilée à celle des entreprises privées et leur gestion devait se conformer aux règles appliquées dans le secteur privé, avec quelques dérogations prévues par la loi, en raison de leur caractère atypique. Il s'agissait de sociétés aux activités diverses quant à leurs buts : chemins de fer, l'E.N.E.L. - la société pour l'énergie électrique – des banques – dont la Banca Nazionale del Lavoro,[39] achetée ensuite par Paribas – et des compagnies d'assurance.
En fait, l'I.R.I. acheta des entreprises en difficulté, qui furent parfois remises en bonnes conditions grâce à des lourdes injections de capitaux publics puis données par l'Etat à travers l'I.R.I. même ; à peine l'entreprise était remise en bonnes conditions, redressée avec l'argent public, le milieu industriel ou financier par le biais de la presse forçait le gouvernement à la vendre. Pressés par les problèmes de la coalition et de la stabilité du gouvernement, les partis au pouvoir suivaient les pressions de la presse et, soit pour leur tranquillité, soit pour gagner la faveur du milieu industriel et financier, soit pour des questions d'image, revendaient l'entreprise ; le prix de vente ne permettait jamais de récupérer l'argent investi. Un cas exemplaire fut celui de l'Alfa Romeo, la célèbre compagnie de production de voitures, qui coûta très cher à l'Etat et qui, une fois redressée, fut mise sur le marché et achetée par la Fiat après une campagne de presse.
Malheureusement, ce ne fut pas un cas isolé. Les capitaux issus des entreprises achetées par l'I.R.I., ou par l'Etat, furent utilisés souvent pour en acheter d'autres en difficultés. Le budget devint déficitaire en raison des dettes des entreprises à sauver et l'Etat italien investit énormément pour les soutenir.

2.2 Le « modèle mixte italien »

On connait bien la théorie du « Laisser faire, laisser aller » de Quesnay et des Physiocrates, ainsi que celle de l'Ecole classique, et on sait qu'à partir de la crise de 1929 on commença à parler de l'intervention de l'Etat soit dans l'économie, soit dans la sphère sociale. Après la Seconde Guerre mondiale on rencontra les « économies mixtes », c'est-à-dire celles composées d'initiatives économiques privées et d'interventions de l'Etat.
En Italie l'intervention de l'Etat avait des aspects très variés et allait de l'augmentation de la dépense publique, pour soutenir une demande globale en fléchissement, à la dévaluation ou réévaluation de la monnaie. Celles-ci sont des interventions prises dans le court terme, mais on trouve des interventions de plus longue durée, ou permanentes, qui ont bien plus d'influence sur la vie économique d'un pays ; en Italie, elles étaient deux : la politique pour le sud et les entreprises à participation de l'Etat.
En laissant de coté « la politique méridionale » telle qu'elle était appelée, qui a peu ou rien à voir avec cette étude, il mieux vaut prendre en considération les entreprises à participation de l'Etat.
En 1948 la question fut – et est encore – réglée par la Constitution, qui, à l'article 43 dit que :

[39] CASTRONOVO, V., *Arturo Osio e la Banca Nazionale del Lavoro*, in CASTRONOVO, V. (sous la direction de), *Grandi e piccoli borghesi*, Bari, Laterza, 1988.

> « *pour des buts d'utilité générale la loi peut réserver dès l'origine ou passer….. à l'Etat, ou à des entreprises publiques… entreprises ou catégories d'entreprises, se référant à des services publics essentiels ou à des sources d'énergie ou à des situations de monopole en ayant caractère d'intérêt général.*»[40]

La route était ouverte à l'intervention de l'Etat quelque fût son domaine. Les organismes de gestion des participations de l'Etat existants furent réorganisés et devinrent des véritables holdings, des groupes organisés sous forme de sociétés de capitaux de droit privé ; ils géraient des participations publiques dans des entreprises privées appartenant aux secteurs les plus divers: banques, aciéries, constructions mécaniques, chantiers navals, chimie, télécommunications, agro-alimentaire, transports, distribution, pétrole. Ces organismes étaient au nombre de quatre: l'E.A.G.C. – l'Office Autonome pour la Gestion du Cinéma – l'E.F.I.M. – Office pour le Financement de l'Industrie Manufacturière - l'I.R.I. et l'E.N.I., ou Ente Nazionale Idrocarburi.
Cette situation qui caractérisait le système italien fut appelée par les économistes italiens « système mixte »,[41] soit un système où les sociétés à participation publique étaient en effet soumises au même régime que les sociétés privées dans lesquelles avaient des participations.[42]
Telles étaient les structures qui constituaient le secteur public italien jusqu'à la moitié des années 1990. La philosophie du système consistait à conjuguer structures publiques et privées afin de parvenir à un développement économique équilibré.

2.3 L'Etat dans le « modèle mixte italien »

Au sommet du système on trouvait le ministère des Participations d'Etat qui était doté de prérogatives en termes d'orientation et de coordination des entités publiques.
Dans ce système, le capital provenait, pour la plus grande partie, de l'Etat, grâce à des lois votées par le Parlement, affectant des dotations aux personnes morales de droit public. Le contrôle était exercé « a posteriori » par les organes de contrôle de la comptabilité publique, soit de la Cour des Comptes. Le contrôle de la gestion était réalisé par les organes politico-administratifs du ministère des Participations d'Etat, par le Comité interministériel pour la Programmation économique (C.I.P.E.)[43] et par le Comité Interministériel pour la coordination de la Politique industrielle (C.I.P.I.).[44] La volonté initiale officielle de garantir une certaine efficacité économique était assurée par la présence dans ces sociétés (certaines d'entre elles étaient aussi cotées en bourse) de partenaires privés et par la confrontation avec le marché financier. La loi évoquait d'ailleurs cette exigence de rentabilité. Elle précisait que les organismes publics économiques doivent être gérés selon les critères du marché. Et en fait un grand changement avait eu lieu dès leur institution. À l'origine, comme on vient de le dire, l'I.R.I. devait simplement sauver les banques en crise, et l'ENI devait :

---

[40] *Costituzione della Repubblica Italiana* (Constitution de la République Italienne), Parte I, Titolo III, articolo 43, page 9.
[41] Cfr. SARACENO, P., *Partecipazioni statali*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffrè, 1982, pages 43-66.
[42] Voir notamment PERRONE, N., *Il dissesto programmato. Le partecipazioni statali*, Bari, Dedalo Libri, 1991; LA SPINA, A. – MAJONE, G., *Lo Stato regolatore*, Bologna, Il Mulino, 2000.
[43] Loi 27 février 1967 n° 48, *Attribuzioni e ordinamento del Ministero del bilancio e della programmazione economica e istituzione del Comitato dei Ministri per la programmazione economica (attribution et organisation du ministère du budget et de la programamtion économique),* publiée dans «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana » n° 55 de 2 mars 1967.
[44] Loi 12 août 1977 n° 675, *Provvedimenti per il coordinamento della politica industriale, la ristrutturazione, la riconversione e lo sviluppo del settore (mesures pour la coordination de la politique industri elle, la restructuration, la reconversion et le developpement du secteur)*, publiée dans «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana » n° 243 de 7 septembre 1977.

> « *encourager et mettre en œuvre des initiatives d'intérêt national dans le domaine des hydrocarbures et gaz naturels. La tâche de l'ENI est donc celle de mettre en œuvre une politique nationale des sources d'énergie nécessaires à encourager le développement de l'économie italienne, en poursuivant l'objectif de garantir les conditions les meilleures d'autonomie et de sécurité des approvisionnements*. »[45]

Peu à peu, les buts des participations de l'Etat et de l'ENI changeaient et se multipliaient, en devenant moins précis et bien plus prétentieux. Il s'agissait de la création d'entreprises soit pour combattre des situations de monopole ou d'oligopole créées ou gérées par l'initiative privée, soit pour remplir des vides de production causés par l'absence ou la faible présence des entrepreneurs privés. Il s'agissait aussi de placer dans les mains publiques des secteurs d'importance stratégique pour l'économie ou pour la sécurité du pays, ou, encore, de soulager économiquement les régions les plus pauvres du pays. Mais, comme on notait déjà dans les années 1980 :

> « *une grande partie des buts confiés aux participations de l'Etat a en fait la caractéristique d'être ''antiéconomique'', soit non rentable. Qu'on pense au sauvetage d'entreprises privées en difficulté, par exemple, ou à la création d'entreprises en domaines ou en zones où l'initiative privée n'est pas présente : et elle n'y est pas car, en ligne générale, on n'y retrouve aucun profit.*»[46]

Le système des entreprises publiques était donc progressivement devenu un instrument de politique industrielle placé entre les mains des pouvoirs publics qui s'en étaient servi pour réorganiser l'économie et faire face aux problèmes posés par la transformation de l'Italie en un grand pays industrialisé. Preuve de cette importance du secteur public est que, en 1991, à la vieille des réformes, 12 des 20 entreprises les plus grandes selon le chiffre d'affaires et un tiers des 50 premières sociétés italiennes étaient de propriété publique. L'Italie avait la première place en Europe en termes de contribution à la valeur ajoutée, à l'occupation et aux investissements du secteur des participations d'Etat. Le système des banques publiques jouait un rôle fondamental car il représentait environ 70% de la valeur totale des emprunts et des emplois bancaires en Italie en recueillant 46% de l'épargne totale et en participant à hauteur de 53% aux financements consentis aux entreprises.[47] Les profits totaux que le système bancaire générait s'établissaient à environ 11% du PIB Italien.
Mais des problèmes demeuraient car le déficit de l'Etat augmentait tous les ans et, au commencement des années 1980, atteignit plusieurs milliers de milliards de lires.

2.4 Les problèmes du « modèle mixte italien »

Le système italien avait, comme on vient de voir, une vision d'ensemble fondé sur l'intervention du capital public (voir infra). Ce qui nous parait important est de souligner que, si dans un système économiquement en bonne santé une entreprise trouve l'argent dont elle a besoin (grâce à la

[45] Loi 10 février 1953, n° 136, *Istituzione dell'Ente Nazionale Idrocarburi (E.n.i.)*, publiée dans "Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana", n° 72 de 27 mars 1953, cit in DEL PUNTA, V. (sous la direction de), *Principi di scienze economiche*, 3 vol., Florence, D'Anna, 1986, vol. I, DEL PUNTA, V., *Le basi dell'economia politica*, pages 404-405.
[46] DEL PUNTA, V., *Le basi dell'economia politica..* cit, page 405.
[47] INZERILLO, U. - MISSORI, M., *The Privatization of Banks in Italy: a Success Story?*, s.l., Mimeo, 2002 et, notamment CORAPI, D., *Italie : une affaire politique*, in DION, F. (sous la direction de), opus cité, pages 165-167.

vente de ses produits, au placement de ses actions sur le marché, à la recapitalisation, à l'émission d'obligations ou à l'emprunt par les banques), les quatre compagnies publiques italiennes – l'EAGC, l'EFIM, l'IRI et l'ENI – pour faire front à leurs pertes devaient s'endetter auprès des banques et se valoir des « fonds de dotation », qui étaient des payements faits par l'Etat et qui devaient, en théorie, revêtir le même rôle que le capital versé par les actionnaires dans les sociétés pour actions privées. En autres termes, le capital qui en théorie aurait dû être destiné à des nouveaux investissements était utilisé pour renflouer les vides provoqués par les décisions dictées par la politique.

À la fin de 1991 le chiffre d'affaires agrégé des trois groupes italiens les plus importants – IRI, ENI et ENEL – était un peu moins de 81 milliards d'euros 2001, avec un bénéfice inferieur à 516 millions, y compris les quotes-parts des tiers. Le bilan d'IRI de cette année enregistrait une perte de 191 millions d'euros. L'endettement financier brut se montait à plus que 59 milliards, face à un patrimoine net de 38 milliards.[48] L'EFIM connaissait la situation la pire de tout le système des participations d'Etat avec une dette de 9 milliards d'euros, (1% du PIB italien). Il fit faillite l'année suivante.[49]

Il n'y avait pas de choix, car – selon le Code italien de l'époque[50] - les emprunts obligataires devaient se limiter au montant du capital social[51] versé. En conséquence, outre que la fiscalité grevait ces titres plus lourdement que les financements bancaires, la collecte directe de l'épargne des entreprises était insuffisante. Une autre conséquence était la grande limitation du marché boursier, car seulement environ 200 sociétés étaient cotées à la bourse de Milan à cette époque. Donc on pouvait seulement augmenter les dotations ; et ces dotations croissantes étaient chaque fois approuvées par le Parlement et financées par l'Etat en empruntant l'argent sur les marchés à travers les titres d'Etat, d'où une hausse de la dette publique italienne. Mais la hausse de la dette publique avait pour conséquence la baisse de la disponibilité de liquidité sur les marchés financiers, car l'argent utilisé par les épargnants pour acheter la dette publique était celui retiré aux dépôts bancaires et donc au marché.

Le budget de l'Etat dégradait et, en 1992, l'endettement public dépassa nettement le PIB, avec un endettement croissant et, en moyenne, supérieur à 10% du PIB. Parallèlement le service de la dette devint progressivement plus élevé parce que le taux d'intérêt augmentait pour compenser la différence avec l'emprunt public d'autres pays et le risque d'insolvabilité du pays. En fait, quand on pense que l'Etat italien à la fin des années soixante-dix et au commencement des années quatre-vingt, était déjà arrivé payer un intérêt annuel de 20 et même de 22% par an à chaque épargnant qui en achetait de la rente, il est clair que le fardeau de l'endettement devenait de plus en plus lourd, que, face aux intérêts pratiqués par les banques, il n'y avait pas de compétition. L'épargne se concentrait sur la rente crée par la dette publique.

2.5 L'influénce de l'Etat dur l'économie

Mais, il y eut encore une autre conséquence : la lourde intervention publique dans la vie des entreprises rendait le système productif italien de plus en plus dépendant du système politique,

[48] *Libro bianco sulle privatizzazioni - 2001,* Roma, Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione economica, 2001.

[49] Données du Trésor italien, reportés par MAZZILLO L. (relatore), *Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche* (objéctifs et résultats des opérations de privatisation des participations publiques), Roma, Corte dei conti - Sezione centrale di controllo sulla gestione delle amministrazioni dello Stato - Collegio di controllo sulle entrate, 10 febbraio 2010, page 14.

[50] *Codice civile con la Costituzione e le principali leggi speciali* (publié par R. Nicolò et A. di Majo), Milano, Giuffré, 1981.

[51] Idem, Livre IV, *delle obbligazioni*, section VII, article 2410.

car celui-ci était sa source de financement. Donc il devint progressivement une composante du système politique, soit en nommant ses cadres supérieurs, soit en influençant leurs décisions. Comme le remarqua quelques vingt ans après la Cour des Comptes :

> « *la sélection des managers se faisait selon des critères qui souvent préféraient la fidélité politique et la disponibilité à assurer la satisfaction d'exigences d'assistance à sa clientèle politique. Ce n'est pas surprenant, car, dans un tel contexte, avec certaines exceptions, les participations d'Etat étaient considérées plus comme un outil de politique sociale et moins comme orientant vers l'efficience et vers l'obtention de profits*.»[52]

Les positions clés dans les entreprises publiques étaient réparties entre les forces de la coalition des gouvernements selon leur poids électoral et selon leur force de discussion au milieu de la coalition elle-même ; cela signifiait que dans une position importante on pouvait aisément retrouver quelqu'un qui n'était nécessairement pas la personne la plus qualifiée pour ce poste et qui n'était choisi par les experts du secteur. De plus, le changement était lié aux résultats des élections et pouvait impliquer un brusque reniement de décisions dans la conduite de l'entreprise, changement qui n'était pas adapté à la gouvernance et dépendait seulement de la politique du moment.

Peu à peu, pendant les années quatre-vingt, le système des interventions d'Etat dans les entreprises publiques dans leur ensemble entra en crise et fut remis en question. De plus, les engagements pris par l'Etat italien en sa qualité de membre de la Communauté européenne et, après, de l'Union européenne, l'obligeaient strictement à observer les règles de convergence du Traité de Maastricht, soit de ne pas subir un déficit public de plus de 3% de son PIB et de maintenir la dette publique à moins de 60% du PIB.

Au commencement des années 1990 il apparaissait que le système allait au désastre. La dette publique italienne était, en 1993, de 115% du PIB[53] et la situation financière des entreprises publiques était critique.

Alors, soit pour réduire le déficit du budget de l'Etat, soit pour faire des bénéfices et, en définitive, pour rentrer dans les paramètres de Maastricht, il fut décidé de privatiser et, avec le décret-loi numéro 309 du 3 octobre 1991 on arriva à mettre en vente une grande partie des entreprises ou des parts de la propriété des entreprises publiques, notamment l'ENI.

---

[52] MAZZILLO, L. (relatore), *Obiettivi e risultati*, cité, pages 13-14. Voir aussi GOLDSTEIN, A., *Privatization in Italy 1993-2002: Goals, Institutions, Outcomes, and Outstanding Issues*, Proceedings of the CESifo Conference on Privatization Experiences in the EU, Cadenabbia, 1-2 novembre 2003.
Cfr. http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoHome/c-event/c2conf/60confpast/_confpast?item_link=pri03-programme_b.htm, Dans une version élargie, ce travail a été présenté à la Conférence CESIFO "Privatisation Experiences in the EU", du janvier 2003 et publié peu après, toujours par le même auteur et avec le même titre en qualité de CESIFO Working Paper no. 912, Cathegory 1: Public Finance, April 2003.

[53] ISTAT, *Compendio statistico italiano*, edizione 1993, Roma, Istituto Centrale di Statistica, 1993, séction 19, *Finanze pubbliche*, "Bilancio dello Stato", page 520 et suivantes.

Chapitre 3

Les privatisations en Italie

Le mauvais fonctionnement du système mixte italien et la hausse de la dette publique, unis à la mauvaise gestion des entreprises d'Etat, faite selon des buts politique plus qu'économiques, et à la nécessité de redresser les comptes publics pour l'admission dans l'euro, força le gouvernement italien à faire les privatisations. Le premier paragraphe parle du système italien, des raisons de sa débâcle au point de vue économique et des premiers pas législatifs pour préparer le terrain aux privatisations ; le second paragraphe donne une description des lois et règles dressées par le parlement pour effectuer la privatisation. Le cadre législatif italien décrit dans ce paragraphe était en accord avec les règles adoptées par l'Union européenne, qu'on décrira, à partir du traité de Rome instituant la Communauté Economique Européenne jusqu'au commencement des privatisations en Italie. Remarquons surtout ce qui était considéré comme une « aide » ou un « soutien » d'état et ce qui pouvait ou ne pouvait pas être fait en matière économique, en présentant un cadre rapide mais complet des normes que l'Italie devait respecter pendant ses privatisations

3.1 Les raisons des privatisations en Italie

Quand le système italien, fondé sur l'intervention du capital public en l'absence de marché financier, entra en crise à la fin des années 1980, il reposait sur le principe fondamental selon lequel « *l'activité financière devait être régulés de façon à empêcher qu'elle ne se développe en marge de l'économie réelle.* »[54] Mais la prééminence du « *servizio pubblico* » -service public, prévu par la Constitution, et sa gestion, pourrait constituer un obstacle.

Au moment où le système entra en crise, les autorités italiennes s'orientaient progressivement vers la création d'un véritable marché des capitaux. On avait déjà essayé. La loi numéro 216 de 7 juin 1974[55] avait pour but de réformer la réglementation des sociétés par actions en renforçant la discipline de la bourse et en créant une autorité indépendante de contrôle appelée Consob – Commission nationale pour la Société et la Bourse – ainsi que des autorités garantes de la concurrence. Il s'agissait de créer des autorités de tutelle en matière boursière, pour redonner confiance aux épargnants et les ramener vers le marché boursier, où dans cette période ils ne pouvaient pas obtenir des rentes considérables et susceptibles de compenser les mauvais effets de la forte inflation de l'époque.[56]

L'ouverture des marchés financiers à la compétition internationale, stimulée en particulier par l'innovation financière ainsi que par l'application de la politique communautaire d'intégration du secteur bancaire, des assurances et des mouvements de capitaux, rendait indispensable l'adaptation du système italien. Les deux facteurs les plus déterminants furent sans doute la soumission forcée du système économique à des exigences politiques de courte durée, dont nous avons déjà parlé, avec toutes les conséquences négatives au point de vue de la concurrence, de la

[54] CORAPI, D., *Italie : une affaire politique…* cit., page 167.

[55] Loi 7 juin 1974, n° 216, *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari,* publiée dans "Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana", n° 149, de 8 juin 1974.

[56] Au 20% d'inflation annuelle, la rente publique en donnant le 22% ne donnait normalement pas moins de 1 ou 2% plus que le taux d'inflation. Les intérêts donnés par les banques n'arrivaient pas à dépasser le 4%, soit une perte réelle à l'épargnant qui allait jusqu'à 16% ; voilà pourquoi la dette publique n'avait pas de problèmes de vente et pourquoi on avait toujours des problèmes de liquidité.

gestion entrepreneuriale et du niveau de la dette italienne qui, en 1993, comme on l'a déjà dit, s'élevait à 115% du PIB, avec le paiement des intérêts, soit 20% du montant total de la même dette. Une fois hors des paramètres de Maastricht il fut décidé que privatiser était la seule possibilité pour soulager le budget de l'Etat du poids du déficit des quatre grandes compagnies publiques.

La première étape consista à changer les procédures régissant les faillites et, quant aux grandes entreprises en crise. Il y fut avec le décret-loi numéro 26 du 30 janvier 1979 «*Mesures urgentes pour l'administration extraordinaire des grandes entreprises en crise* »[57] introduisant une procédure de redressement, destinée à fournir, par le biais d'apports essentiellement étatiques, des provisions d'urgence à ces grandes entreprises en crise.

Dans son ensemble, la privatisation des entreprises italiennes ne fut pas facile, car privatiser signifiait redéfinir complètement le rôle de l'Etat dans l'économie. Au point de vue institutionnel, il s'agissait de passer d'un système d'intervention directe – composé par les entreprises mixtes – à un système de contrôle et de réglementation, fait d'autorités indépendantes. Du point de vue socio-économique, il s'agissait de convaincre les agents économiques italiens et étrangers d'investir dans les entreprises privatisées, de revitaliser le marché des capitaux et, enfin, d'établir de nouvelles règles de gestion des services publics.

La première étape vers les privatisations consista à supprimer les barrières à la circulation des capitaux par l'abrogation de la législation sur le contrôle des changes.[58] On adopta ensuite une législation générale du marché des valeurs mobilières, réformant la bourse et attribuant de nouveaux pouvoirs à la Consob, régulant la collecte de l'épargne des ménages par les différents intermédiaires du secteur, tels que les fonds communs de placement, les fonds de pension etc.

La troisième étape fut l'application des directives européennes, soit l'élimination des obstacles au libre établissement des instituts de crédit et à la répartition territoriale des guichets. Les contraintes de gestion, c'est-à-dire les réserves obligatoires, furent assouplies et le cartel bancaire préexistant éliminé.

Enfin, toujours en application des directives communautaires, le secteur des assurances fut libéralisé, en desserrant les contraintes de réserves qui l'affectaient, et par la mise en œuvre de son intégration au système financier et d'une autorité indépendante de contrôle.

---

[57] Décret- loi 30 janvier 1979, n° 26, *Provvedimenti urgenti per l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, (mesures urgentes pour l'administration extraordinaire des grandes entreprises en crise) dans *"*Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana", n° 36, de 6 février 1979, converti en loi avec des modifications par la Loi de 3 avril 1979, n° 95, publiée dans la *"*Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana", n° 94, de 4 avril 1979. Cette loi fut appelée aussi « Loi Prodi » du nom du ministre de l'Industrie de cette époque, qui fut ensuite président de la Commission européenne en 1999-2004 et après celui du Conseil des ministres d'Italie. Né en 1939, M. Prodi avait obtenu son titre universitaire avec une thèse sur le protectionnisme dans l'industrie italienne. Il quitta l'enseignement universitaire et de novembre 1978 à mars 1979, fut ministre de l'Industrie. A partir de novembre 1982 jusqu'à octobre 1989 il fut président de l'IRI et ce fut sous sa présidence que l'IRI fut préparé à la privatisation. M. Prodi revint à la tête de l'IRI encore une fois en 1993 et ordonna la privatisation, entre autres, de banques telles le Credito Italiano et la Banca Commerciale Italiana. Président du Conseil des ministres en 1996-1998, M. Prodi devint en 1999 président de la Commission européenne et ce fut sous sa présidence que l'euro fut introduit. A' la fin de son mandat européen, il devint chef de la coalition de centre-gauche aux élections du 2006 et fut président du Conseil des ministres de mai 2006 à mai 2008.

[58] Décret du Président de la République 31 mars 1988, n° 148, *Approvazione del testo unico delle norme di legge in materia valutaria (approvation du texte unique des normes de loi en matière de devise)*, publié dans la "Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana", n° 108, de 10 mai 1988;. Il fut complété par le décret n° 454 de 29 septembre 1987 et par la loi 21 octobre 1988, n° 455, publiée dans la *"*Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana", n° 255, de 29 octobre 1988.

3.2 Les lois et les règles de la privatisation des entreprises publiques italiennes

En mars 1990 fut établie une Commission pour la réorganisation du patrimoine mobilier public et pour les privatisations. Son président était le professeur Carlo Scognamiglio,[59] qui avait préparé un document pour déterminer les règles générales des privatisations.
Le point de départ fut le décret loi n° 309 du 3 octobre 1991 qui ouvrit la voie des privatisations.[60]
Il disposait que :

> « *les organismes de gestion des participations de l'Etat* [IRI, ENI] *et les autres organismes publics économiques* [ENEL]*, ainsi que les régies autonomes de l'Etat, peuvent être transformées en sociétés par actions*»[61]

selon les modalités fixées par le CIPE, le Comité Interministériel pour la Programmation économique. Les alinéas suivants prévoyaient les procédures de la transformation, les règles de fonctionnement des nouvelles sociétés et les modalités d'éventuelles cessions de participations de toutes les entreprises publiques. Dans la loi de finances de 1992, la vente des participations devait rapporter 15.000 milliards de lires, soit plus ou moins 50 milliards de francs de l'époque (ou environ 7 milliards et 747 millions d'euros 2001.)
Cependant, le décret fut modifié et, en raison des longues discussions au Parlement, il fut changé et les mesures furent présentées dans un autre décret,[62] identique sauf qu'il ajoutait au texte primitif un nouvel article entièrement consacré à la vente des biens patrimoniaux de l'Etat. Après la conversion en loi, l'article 1 disposait[63] que les transformations des organismes de gestion des participations de l'Etat en sociétés par actions fussent réalisées en conformité avec la politique économique et industrielle nationale. Elles devaient respecter les critères économiques et d'efficience définis par le CIPE sur proposition du ministre du Budget[64] et de la Programmation économique aux organismes concernés, qui devaient, dans les deux mois suivants, exécuter la transformation en sociétés par actions, en effectuant la modification des statuts.
En réalité cet article restait imprécis quant au véritable niveau de pouvoir auquel se décidait la transformation : il ne semblait pas que les organismes concernés aient reçu un pouvoir discrétionnaire de décision. Le CIPE, pour sa part, devait seulement établir les grandes lignes et le ministre du Budget devait simplement les communiquer. Ces imprécisions furent surmontés par le

[59] Né en 1944, Carlo Luigi Scognamiglio Pasini était à l'époque professeur ordinaire (équivalent à professeur des universités en France) d'Economie appliquée. Primé pour l'économie par l'Académie Française en 1988, Il avait fait partie des diverses commissions ministérielles (Participations d'état, Bilan, Industrie, Trésor) bien avant de devenir sénateur en 1992. Pour cette expérience, il fut appelé en 1991 par le ministre du Trésor Guido Carli, ancien gouverneur de la Banque d'Italie, à la présidence de la commission dont on parle ici.
[60] Décret-loi 3 octobre 1991, n° 309, *Trasformazione degli enti pubblici economici e cessione delle partecipazioni di Stato* (Trasformation des organismes publiques économiques et cession des participations d'Etat), publié dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana » de 6 décembre 1991, n° 286 et converti en loi par l'article 1, alinéa 1 de la loi 29 janvier 1992, n° 35, publiée dans la «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana » de 30 janvier 1992, n° 24.
[61] Décret-loi 3 octobre 1991, n° 309, cit, article 1, alinéa 1.
[62] Décret loi de 5 décembre 1991, n° 386, publié dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 6 décembre 1991, n° 286 et converti en loi par l'article 1, alinéa 1 de la loi 29 janvier 1992, n° 35, publiée dans «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 30 janvier 1992, n° 24.
[63] Loi 29 janvier 1992, n° 35, article 1, dans «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 30 janvier 1992, n° 24.
[64] A' cette époque en Italie on avait trois différents ministères économiques : Finances, Trésor et Budget et Programmation économique. L'industrie et le commerce avaient leur ministère ; les participations d'Etat en avaient aussi un pour elles seules.

CIPE lui-même qui, avec une délibération[65] du 25 mars 1992, détermina les lignes de la politique économique et financière nationale et formula des considérations et des remarques concrètes sur la base desquelles furent déterminées les modalités et les procédures du programme de privatisation.
Ces lignes générales étaient les suivantes :

1) la transformation des organismes publics économiques et des régies autonomes de l'Etat en sociétés par actions représentait la première phase d'un processus de privatisation plus long, prévit le placement sur le marché de parties importantes du secteur public de l'économie ;
2) la transformation en sociétés par actions était un objectif nécessaire à la réalisation au plus vite afin de procéder à la rationalisation nécessaire du système des organismes publics économiques et des régies autonomes de l'Etat ; la gestion de ces sociétés répondait à des critères d'efficacité économique et de conformité aux règles du marché, car l'objectif était aussi de réaliser le redressement des finances publiques ;
3) la réorganisation et la rationalisation des modes de gestion de l'activité économique par l'Etat devaient être poursuivies dans la perspective d'un prochain achèvement du marché unique européen, imposant l'amélioration de la compétitivité du système productif italien ;
4) il devait être mis en œuvre un programme pour la cession et l'insertion sur le marché des actions des sociétés nées des transformations ;
5) ces placements devaient permettre la diffusion la plus large des actions auprès du public pour favoriser l'épargne populaire, selon l'article 47 de la Constitution, qui dit : «*la République encourage et protège l'épargne dans toutes ses formes… elle favorise l'accession de l'épargne populaire à la propriété de l'habitation, à la propriété directe agricole et à l'investissement actionnariat direct et indirect dans les grands ensembles productifs du Pays.*»[66]
6) le processus de transformation devait se faire dans le respect de règles et de critères qui assuraient son efficacité et transparence.

Le CIPE n'avait pas sous-estimé les difficultés objectives qui devaient être surmontées en raison de la considérable hétérogénéité des situations des entreprises privatisables, de la grande diversité qui caractérisait la nature et la forme de chaque organisme, de la hiérarchisation des tâches et des fonctions qui s'était opérée au sein de ces organismes, ou entre eux, en raison des conditions spécifiques de l'économie italienne et de la faible dimension du marché national des actions. Une fois souligné le fait que les objectifs déterminés et les initiatives prises pour les atteindre étaient cohérents avec les engagements italiens à l'égard de la Communauté européenne à propos de la réorganisation des rapports entre l'Etat et le secteur public, le CIPE prit les mesures suivantes :

[65] CIPE, délibération du 25 mars 1992 "*Trasformazione in società per azioni degli enti di gestione delle partecipazioni statali e degli altri enti pubblici economici nonché delle aziende autonome statali, da attuarsi in conformità agli indirizzi di politica economica ed industriale deliberati dal CIPE, ai sensi dell'art. 1 del decreto-legge 5 dicembre 1991, n. 386, convertito, senza modificazioni, con legge 29 gennaio 1992, n. 35*", (Transformation en sociétés par actions des organismes de gestion des participations d'Etat et des autres organismes publics économiques ainsi que des entreprises autonomes d'Etat, à réaliser en conformité aux indications de politique économique et industrielle délibérées par le CIPE, selon l'article 1 du décret-loi 5 décembre 1991, n° 386, converti, sans modifications, par la loi 29 janvier 1992, n° 35), publiée dans «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 2 avril 1992, n° 78.
[66] *Costituzione della Repubblica Italiana*, Parte I, Titolo III, article 47, alinéas 1 et 2, édition cité, page 10.

A) tous les organismes de gestion des participations de l'Etat, les régies autonomes de l'Etat, les organismes portuaires, les foires, et autres, y compris celui pour la production d'électricité, les chemins de fer, l'institut pour le commerce à l'étranger, les assurances et la société des auteurs et des éditeurs devaient élaborer le programme de leur transformation en sociétés par actions et le transmettre à leur ministère de tutelle ainsi qu'à ceux du Trésor, des Finances et du Budget et Programmation économique dans les trente jours suivant la date de la publication de la délibération, soit avant le 2 mai 1992 ;
B) chaque programme devait indiquer les critères, le calendrier et les modalités de réalisation de la transformation et ainsi dégager les activités de caractère public de chaque entité, les services exercés en concession ou en régime de réserve, ceux soumis à des contraintes tarifaires ou bénéficiant de subventions ou de contributions données par l'Etat. Ce programme pouvait prévoir la cession d'activités particulières ayant une vocation à caractère public, mais aussi des scissions ou des fusions. Chaque entité devait inclure, si elle l'estimait pertinent : 1) une proposition de rationalisation des participations des actions possédées, indiquant, pour chacune d'elles, les motivations économiques et financières et leur importance pour la planification de son activité ; 2) les possibilités concrètes de leur cession partielle ou totale dans des sociétés mères ou dans des filiales, 3) les obligations liées à ces cessions ; 4) les caractéristiques des relations professionnelles avec les employés ;
C) Dans les dix jours suivants, les ministères compétents devaient élaborer et transmettre au CIPE les projets relatifs aux transformations des entreprises publiques en sociétés par actions ; de son côté, le CIPE les aurait examinés en identifiant les entités qu'il était convenable de transformer et en entamant la procédure de leur transformation.

On commentait à l'époque :

> « *Si bien que le débat sur la privatisation avait surtout porté sur les modalités de celle-ci (recapitalisation préalable ou cessions des seuls actifs existants, OPV ou vente à gré à gré, etc.) ou sur la future structure dirigeante (groupe d'actionnaires stables ou maintien d'un actionnaire unique – public utilities), les privatisations ont été menées d'une façon essentiellement pragmatique, tranchant ainsi avec les expériences britannique et française des années 1980. L'opinion publique italienne semblait en faveur de la vente, car les entreprise publiques étaient clairement en proie à un clientélisme effréné et à une gestion financière déficiente*.» [67]

3.3 Le cadre juridique communautaire européen

Les directives de la Communauté européenne n'ont pas interdit l'intervention publique dans le domaine économique. En fait, l'article 295 du Traité de la C.E.E.[68] avait prévu le principe de la neutralité communautaire quant au régime de propriété, qu'elle fût publique ou privée, en vigueur dans les Etats membres. Le système européen ne permettait pas des initiatives économiques publiques contraires aux valeurs communautaires et qui ne fussent pas justifiées par

[67] CORAPI, D., opus cité, page 167.
[68] L'article 295 de la version consolidée 1997, publiée sur le *Journal officiel* n° C 340 du 10 novembre 1997 était à l'origine l'article 222 du texte de 1957. Il dit tout simplement : «*Le présent traité ne préjuge en rien le régime de la propriété dans les États membres* » ; cfr. le texte du Traité dans http://eur-lex.europa.eu/fr/treaties/dat/11997E/htm/11997E.html#0173010078

la sauvegarde des intérêts essentiels des organisations nationales des membres de la Communauté.
Dans cette perspective nous signalons l'article 86, I alinéa du Traité CEE qui disait:

> « *Les États membres, en ce qui concerne les entreprises publiques et les entreprises auxquelles ils accordent des droits spéciaux ou exclusifs, n'édictent ni ne maintiennent aucune mesure contraire aux règles du présent traité, notamment à celles prévues aux articles 12 et 81 à 89 inclus.* »[69]

Cette défense, qui était rendue un peu plus souple avec l'alinéa suivant,[70] faisait référence à toutes mesures contraires à la concurrence : concession de droits exclusifs, formation de positions dominantes ou de primauté dans le marché, leur exploitation abusive et la prévision de différences de traitement entre les opérateurs économiques en raison de leur pays d'origine.
Le cas le plus important était sans doute celui des aides aux entreprises, dont on parlait dans les articles 86 et 87, où, au premier alinéa on trouvait :

> «*Sauf dérogations prévues par le présent traité, sont incompatibles avec le marché commun, dans la mesure où elles affectent les échanges entre États membres, les aides accordées par les États ou au moyen de ressources d'État sous quelque forme que ce soit qui faussent ou qui menacent de fausser la concurrence en favorisant certaines entreprises ou certaines productions*.»[71]

Le II alinéa parlait de trois types d'aides qui n'étaient pas considérés comme incompatibles avec les valeurs communautaires ; les deux premières étaient:

a) *les aides à caractère social octroyées aux consommateurs individuels, à condition qu'elles soient accordées sans discrimination liée à l'origine des produits ;*
b) *les aides destinées à remédier aux dommages causés par les calamités naturelles ou par d'autres événements extraordinaires*[72]

---

[69] L'article 86 de la version consolidée 1997, publiée sur le *Journal officiel* n° C 340 du 10 novembre 1997 était à l'origine l'article 90 du texte de 1957 ; cfr. le texte du Traité dans http://eur-lex.europa.eu/fr/treaties/dat/11997E/htm/11997E.html#0173010078

[70] « *Les entreprises chargées de la gestion de services d'intérêt économique général ou présentant le caractère d'un monopole fiscal sont soumises aux règles du présent traité, notamment aux règles de concurrence, dans les limites où l'application de ces règles ne fait pas échec à l'accomplissement en droit ou en fait de la mission particulière qui leur a été impartie. Le développement des échanges ne doit pas être affecté dans une mesure contraire à l'intérêt de la Communauté*. »

[71] L'article 87 de la version consolidée 1997, publiée sur le *Journal officiel* cit, était à l'origine l'article 92 du texte de 1957. Cfr. le texte du Traité dans http://eur-lex.europa.eu/fr/treaties/dat/11997E/htm/11997E.html#0173010078

[72] Article 87 cité, alinéa II. Le troisième n'était pas important pour ce travail, mais on le reporte ici : «*les aides octroyées à l'économie de certaines régions de la république fédérale d'Allemagne affectées par la division de l'Allemagne, dans la mesure où elles sont nécessaires pour compenser les désavantages économiques causés par cette division*.»
Cfr. le texte du Traité sur http://eur-lex.europa.eu/fr/treaties/dat/11997E/htm/11997E.html#0173010078

L'alinéa III de cet article, énonçait d'autres types d'aides qui pouvaient être considérées comme compatibles avec le marché commun, soit :

- *les aides destinées à favoriser le développement économique de régions dans lesquelles le niveau de vie est anormalement bas ou dans lesquelles sévit un grave sous-emploi,*
- *les aides destinées à promouvoir la réalisation d'un projet important d'intérêt européen commun ou à remédier à une perturbation grave de l'économie d'un État membre,*
- *les aides destinées à faciliter le développement de certaines activités ou de certaines régions économiques, quand elles n'altèrent pas les conditions des échanges dans une mesure contraire à l'intérêt commun,*
- *les aides destinées à promouvoir la culture et la conservation du patrimoine, quand elles n'altèrent pas les conditions des échanges et de la concurrence dans la Communauté dans une mesure contraire à l'intérêt commun,*
- *les autres catégories d'aides déterminées par décision du Conseil statuant à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission*.[73]

On peut comprendre que l'article 87 signifiait la défense de toute aide qui modifiait, ou menaçait de modifier la libre concurrence, pas seulement au moyen de subventions économiques, mais également avec toutes mesures qui directement ou indirectement pouvaient produire une aide économique pour l'entreprise ; par exemple, une baisse des coûts, une baisse de la dépense sociale, une réduction des intérêts à payer, une facilitation dans le paiement des taxes, un tarif préférentiel, une garantie donnée par l'Etat etc. Il n'importait pas que cette aide fût donnée ou permise par une loi ou par un règlement administratif.
La doctrine communautaire[74] soulignait que dans les aides d'Etat les plus remarquables il y avait toutes formes de participations directe ou indirecte, soit de l'Etat, ou d'une de ses organisations publiques, qui ne correspondaient pas aux critères de la bonne et saine gestion entrepreneuriale ; soit, selon la Commission européenne : « *une opération financière est une aide d'État si elle n'aurait pas été entreprise par un investisseur privé opérant dans les conditions normales d'une économie de marché*. »[75]
Un système de participation d'Etat pouvait être considéré comme en conformité avec les principes de la libre concurrence si et autant qu'il était conforme aux règles du marché.
Mais si l'intervention publique pouvait créer ou créait des discriminations, des rentes de situation, ou résultait antiéconomique, on avait une violation des principes : toute mesure apte à fausser le jeu de la libre concurrence et à endommager l'effet des normes était – et est – tout à fait contraire aux règles communautaires. D'où la nécessité de contrôle à faire chaque fois que le soutien public se manifestant à travers la participation dans une entreprise ne correspondait pas à celui qu'un investisseur aurait fait en y plaçant ses capitaux dans les conditions normales d'une économie de marché.[76]

[73] Article 87 cité, alinéa III.
[74] TESAURO, G., *Diritto comunitario*, Padova, CEDAM, 2001, page 653, et, surtout *Communication de la commission européenne aux États membres sur les entreprises publiques de l'industrie manufacturière*, publiée sur « Journal Officiel », C 307 du 13. 11. 1993.
[75] *Communication de la commission européenne aux États membres sur les entreprises publiques de l'industrie manufacturière*, publiée sur « Journal Officiel », C 307 de 13. 11. 1993, page 3
[76] TESAURO, G., opus cité, ivi.

La Cour de Justice européenne elle même se prononçait à ce propos, avant[77] ou après la période des privatisations italiennes[78] en arrêtant que :

> « *Une autre condition imposée à l'octroi d'aides à la restructuration est l'adoption de mesures propres à atténuer autant que possible l'incidence négative de ces aides sur les concurrents. Sans cela, les aides seraient contraires à l'intérêt commun et ne pourraient bénéficier d'une dérogation sur la base de l'article 92, paragraphe 3, point c), du traité.* »[79]

Soit, un apport de capitaux de la part de l'Etat devait être considéré dans le cadre d'une économie normale de marché, comme s'il avait été fait par un investisseur normal ; si l'aide n'était pas faite de cette façon et entraînait un dommage pour la concurrence elle était contraire aux règles communautaires.

[77] Cour de justice des Communautés européennes, arrêt du 21 mars 1991 dans l'affaire 303/88: Italie contre Commission et Rec. 1991, p. I-1443, point 21 des motifs. « *La Cour y établit qu'une société mère peut, pendant une période limitée, supporter les pertes d'une de ses filiales afin de permettre la cessation d'activité de cette dernière dans les meilleures conditions. La Cour ajoute que ces décisions peuvent être motivées non seulement par la perspective d'en tirer un profit matériel indirect, mais également par d'autres préoccupations, comme le souci de maintenir l'image de marque du groupe ou de réorienter ses activités*. » cet arrêt est particulièrement important pour le sujet de ce travail car il fut cité en ouverture de la *Décision de la Commission du 16 avril 1997 concernant les aides accordées par l'Italie à Enirisorse S.p.A ;* qui arrêtait «*Les aides d'État accordées par l'Italie entre 1992 et 1996 à Enirisorse S.p.A. sous la forme d'apports de capitaux pour un montant de 1 819 milliards de lires italiennes, afin de permettre sa restructuration conformément au plan y afférent, sont compatibles avec le marché commun et l'accord EEE en vertu de l'article 92, paragraphe 3, point c), du traité et de l'article 61 paragraphe 3 point c) de l'accord EEE, pour autant que les articles 2 et 3 de la présente décision soient respectés* ». L'arrêt de la cour et son décision sont consultables sur le site http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?mode=dbl&lang=fr&ihmlang=fr&lng1=fr,it&lng2=da,de,el,en,es,fi,fr,it,nl,pt,sv,&val=225960:cs&page=

[78] Cour de justice des Communautés européennes, arrêt du 1e avril 2004, dans l'affaire c. 99/02 : Commission des Communautés Européennes / République italienne. « *La cour condamne l'Italie pour n'avoir pris aucune mesure nécessaire pour récupérer les aides illégalement accordées pour l'embauche de travailleurs par des contrats de formation et de travail - Des difficultés juridiques, politiques et pratiques éventuelles lors de la récupération de l'aide ne justifient pas l'inaction de l'État.* » cfr. sur http://curia.europa.eu/fr/actu/communiques/cp04/aff/cp040027fr.htm

[79] *Décision de la Commission du 16 avril 1997 concernant les aides accordées par l'Italie à Enirisorse S.p.A*, cit., point IV-2.

Chapitre 4

Historique de l'ENI

Le chapitre donne une brève histoire du groupe ENI depuis ses origines en 1926 pour donner une certaine indépendance à l'Italie quant au pétrole et, après la fin de la seconde guerre mondiale, durant la reconstruction du Pays, soit en développant l'utilisation du gaz naturel – ce qui dans le reste d'Europe fut fait plus tard – soit en s'introduisant sur le marché international du pétrole, pour y obtenir une position qui permette à l'Italie de ne pas dépendre des compagnies anglo-saxon. Ensuite ENI, entreprise d'Etat par ses origines, fut utilisée pour des buts plus politiques que financiers ou économiques et cela donna lieu à des problèmes qui forcèrent le gouvernement à sa vente. Le cadre politique, économique et entrepreneurial où se déroula la privatisation de l'ENI est très complexe et est exposé dans le deuxième paragraphe : privatisation d'une partie des propriétés de l'ENI, premier pas de la privatisation vraie et propre du noyau du Groupe, privatisation qui s'effectua en cinq tranches diverses à partir de la fin de 1995.

4.1 Historique de l'ENI

L'E.N.I. – Ente Nazionale Idrocarburi – fut institué par la loi 136 du 10 février 1953. L'intervention de L'Etat italien dans les domaines du pétrole et des hydrocarbures[80] avait commencé quand, en 1926, on avait établi l'A.G.I.P. – Agence Générale Italienne des Pétroles – suivi par l'A.N.I.C. – Agence Nationale Hydrogénation des Carburants – en 1936 et par la S.NA.M. – Société Nationale Méthanoducs – en 1941. Selon certains historiens italiens de l'économie, la naissance de l'E.N.I. marqua une conception de l'intervention publique tout à fait différente par rapport au passé, surtout en comparaison avec la naissance de l'Institut de Reconstruction Industrielle. Dans ce cas l'Etat avait sauvé les entreprises en crise, mais dans le cas de la naissance de l'E.N.I. il s'agissait d'une vraie intervention stratégique qui introduisait une concurrence avec certains secteurs de l'industrie privée.[81]

Mais quelle avait été la situation précédente et quelle était-elle en 1953 ?

À la fin du XIXe siècle, en 1891, la Standard Oil of New Jersey avait fondé la SIAP – Société Italo-américaine du Pétrole – en entrant dans le capital de la société vénitienne Walter & co., qui importait du pétrole russe et américain dès 1872. En 1901 fut constituée à Gènes la Vacuum Oil, qui devint la branche italienne de la Mobil.

En 1912 la Shell institua dans la même ville la société Nafta. Etant donné que, en 1915, l'Italie produisait seulement 6.000 tonnes de pétrole par an et n'en raffinait pas plus de 10.000, ce fut grâce à la SIAP/Esso et à la Nafta/Shell que pendant la Grande Guerre la Nation put recevoir quelques 500.000 tonnes d'essence et 275.000 tonnes de pétrole lampant.[82]

Après le conflit l'Etat italien géra en régime de monopole l'importation et le commerce des huiles minérales qu'il achetait au duopole anglo-américain composé par la SIAP et la Nafta. Le duopole

[80] Pour la situation précédente, voir MONTAGNANI, P., *Il petrolio italiano*, Roma, Editori Riuniti, 1955; MONTI, M., *L'Italia e il mercato mondiale del petrolio*, Roma, Tipografia sallustiana, 1930; COZZI, G., *Le compagnie petrolifere estere in Italia*, in, DE FELICE, R. (sous la diréction de), *L'economia italiana tra le due guerre: 1919-1939*, cité, pages 487-492.

[81] Voir TONINELLI, P. A., *Energy supply and economic development in Italy: the role of the state-owned companies, Dipartimento di Economia Politica*, Università di Milano Bicocca, Working Paper series, n° 146, octobre 2008, pp. 8-11.

[82] COZZI, G., *Le compagnie petrolifere estere in Italia*, in, DE FELICE, R. (sous la diréction de), *L'economia italiana tra le due guerre: 1919-1939*, Roma, IPSOA, 1984, page 488.

réalisait des bénéfices très importants, en vendant ses produits à un prix élevé et y en joignant le prix de transport avec ses navires, du stockage dans ses dépôts et de distribution exclusivement à travers ses usines.
Après la prise du pouvoir par Mussolini, l'Etat italien signa un accord avec l'Union Soviétique[83] pour l'achat de pétrole. En 1923, l'Etat acheta la raffinerie de Fiume et en 1925 institua l'Agence Italienne Pétroles Albanie pour chercher le pétrole dans les concessions pétrolières obtenues par la société des Chemins de Fer italiens en Albanie.[84] L'année suivante, le 19 mai 1926 fut créée l'Agence Italienne des Pétroles – AGIP – qui devait pourvoir à toutes activités liées au cycle pétrolier, en Italie et dans les colonies, de la recherche à la vente.[85]
En 1936 fit crée l'ANIC – Agence nationale Hydrogénation des Combustibles – qui, en coopération avec l'entreprise chimique Montecatini, devait obtenir des carburants à travers l'hydrogénation du charbon et, surtout, du pétrole extrait en Albanie par l'AIPA. Ce pétrole avait trop de soufre et nécessitait un raffinage particulier, par conséquent l'AGIP traitait en 1938 dans ses raffineries 310.000 tonnes de pétrole et de ses dérivés et distribuait 547.000 tonnes de produits.
Sa part du marché pétrolier italien était de 28,5%, suivie par Shell avec 16,8%, Standard Oil au 13,1%, Vacuum Oil au 9,7%, Aquila au 7,7% et un ensemble d'autres sociétés qui se partageaient le reste. En outre, en 1940, la capacité de production des deux raffineries de l'ANIC, par l'intermédiaire de laquelle l'Etat italien à travers AGIP et AIPA détenait 50%, fut de 660.000 tonnes.[86]
Dans le domaine de la recherche du pétrole et du gaz, l'AGIP n'avait pas obtenu de grands résultats. D'autre partie elle forma très bien son personnel au point de vue technique et en 1939 acheta les appareils de recherche les plus avancés en Europe.[87] Cela donna des grands avantages plus tard à l'ENI.
Avec ce patrimoine technique, en mai 1943, l'AGIP identifia à Caviaga, en Lombardie, un gisement de gaz naturel. Le travail d'exploration et mise en production fut achevé en juillet 1944. Caviaga, avec ses 12 milliards de mètres cubes, était le gisement le plus grand jamais trouvé dans l'Europe de l'ouest et le premier gisement « giant » - géant – européen de gaz naturel.
Le 30 avril 1945, cinq jours après la Libération de l'Italie, le résistant Enrico Mattei fut mis à la tête de l'AGIP dans le but de la liquider. Cela ne se passait pas, parce que Mattei fut informé par le personnel de l'AGIP des résultats obtenus à Caviaga et que la Plaine Padane présentait les mêmes caractères de Caviaga. Cela faisait soupçonner la présence d'une grande quantité de gaz naturel.
E. Mattei en fut convaincu et, en août 1945, obtint par le président du Conseil, Ferruccio Parri, la permission de ne pas liquider l'AGIP et d'en développer les recherches de gaz et d'hydrocarbures.[88]
En mai 1949 un autre gisement de méthane fut trouvé à Pontenure et un remarquable gisement de pétrole à Cortemaggiore.[89] On commença à raffiner et à bâtir un grand réseau de méthanoducs

[83] PETRACCHI, G., *La Russia rivoluzionaria nella politica italiana. Le relazioni italo-sovietiche 1917-25,* Roma-Bari, Laterza, 1982, pages 214 et suivantes; PIZZIGALLO, M., *Alle origini della politica petrolifera italiana (1920-1925),* Milano, Giuffre, 1981, pages 94 et suivantes.
[84] MAGNANI, M., *Risorse minerarie dell'Albania*, dans "Le vie d'Italia", an XLV, n° 11, novembre 1939; *I giacimenti petroliferi albanesi*, dans "Le vie d'Italia", an XLVII, n° 11, novembre 1941, page 1186; NUGOLI, L., *Il petrolio in Albania*, dans "Le vie d'Italia", an XLVI, n° 5, mai 1940.
[85] *Il metano della Petroli d'Italia*, dans "Le vie d'Italia", an XLVI, n° 2, février 1940, page 210.
[86] MAGINI, M., *Nascita e sviluppo dell'AGIP*, dans, DE FELICE, R. (sous la diréction de) *L'economia italiana tra le due guerre: 1919-1939*, Roma, IPSOA, 1984, page 484.
[87] *Rapidi progressi nella produzione del metano*, dans "Le vie d'Italia", an XLVII, n° 8, août 1941, page 857.
[88] GUIDI, F. - DI CESARE, F., "Caviaga a sessant'anni dalla scoperta", dans "L'industria mineraria", n° 1-2/2004, pp. 41-44.

et une chaine de stations service pour la vente de l'essence dérivée du pétrole de Cortemaggiore et appelée "Supercortemaggiore".
En fait E. Mattei avait compris deux choses : la première était que le gaz, et pas le pétrole, était présent en grand quantité dans la Plaine Padane et que c'était lui qui pouvait être exploité en le combustible pour les nécessités italiennes au lieu du pétrole et, surtout, du charbon. La seconde était strictement liée à la première: étant donné que presque personne à cette époque utilisait le gaz naturel en Europe – et que personne ne l'aurait fait avant la moitié des années soixante-dix – pour poursuivre le développement, exploitation et industrialisation du méthane il fallait avoir une entreprise forte et indépendante. Mais pour réussir et pour transformer l'AGIP en une structure plus grande et organisée, il fallait faire voir qu'on avait du succès, qu'on avait quelques choses à exploiter dans le domaine énergétique à l'intérieur des confins nationaux : la seule chose que tout le monde avait en tête était le pétrole. Le pétrole de Cortemaggiore fut considéré par E. Mattei comme le moyen par lequel on pourrait développer la méthanisation du pays et, avec elle, obtenir au moins une partie de l'indépendance du pays dans le secteur vital de l'énergie.[90]
Avec l'appui du président du Conseil, monsieur Alcide de Gasperi, et du ministre Ezio Vanoni,[91] on approuva la loi 136 du 10 février 1953 qui institua officiellement l'E.N.I.,[92] en lui donnant le monopole de la recherche et de la production des hydrocarbures dans la Plaine Padane ainsi que le contrôle de l'AGIP, de l'ANIC, de la SNAM et d'autres sociétés mineures. Le résultat fut un groupe pétrolier et énergétique qui garantit l'exploitation des ressources énergétiques italiennes et l'obtention à l'étranger des ressources nécessaires à la vie industrielle italienne. La naissance de l'ENI ne se fit pas sans opposition, surtout celles des industriels privés italiens – particulièrement les groupes Montecatini et Edison – et les compagnies pétrolières étrangères.[93] Elles prétendaient qu'il s'agissait de concurrence déloyale, car l'ENI était financée par l'Etat.
En fait, selon la loi, l'ENI devait "*encourager et prendre des initiatives d'intérêt national dans les domaines des hydrocarbures et du gaz naturel.*"[94] Le monopole du gaz lui donna la possibilité de financer tous ses investissements, y compris les plus importants, sans nécessairement solliciter l'aide de l'Etat.
En peu de temps ENI sut organiser une forte structure avec 56.000 personnes, techniciens expérimentés, laboratoires de recherche à l'avant-garde et une Ecole Supérieure d'Etudes sur les hydrocarbures, créée pour la formation des cadres et des dirigeants italiens et étrangers.
Les gisements dans l'Italie du nord et du sud ne suffisaient pas aux nécessités italiennes : l'ENI se concentra sur l'exploration et l'exploitation à l'étranger. Il y avaient des précédents, car avant la seconde guerre mondiale l'AGIP avait fait des recherches fructueuses en Libye et avait obtenu en Irak des participations, qui disparurent à la fin de la guerre, mais qui y avaient laissé des contacts personnels qui pouvaient bien être re-établis.

---

[89] L'ENI quitta la production à Cortemaggiore dès la moitié des années quatre-vingt-dix, car le gisement était épuisé, mais y'a conservé les centres de formation du personnel et le gisement lui-même, qui maintenant est employé pour le stockage du gaz naturel venant de divers gazoducs.
[90] BRUNI, L. – COLITTI, M., *La politica petrolifera italiana*, Milano, Giuffré, 1967; COLITTI, M., *Energia e sviluppo in Italia: la vicenda di Enrico Mattei*, Bari, De Donato, 1979; CASTRONOVO, V., *L'Agip e gli esordi di Enrico Mattei*, dans Castronovo, V., *Grandi e piccoli borghesi*, Bari, Laterza, 1988..
[91] Voir GALLI, G., *La sfida perduta: biografia politica di Enrico Mattei*, Milan, Bompiani, 1976 et PIETRA, I., *Mattei, la pecora nera*, Milan, SugarCo Edizioni, 1987.
[92] En septembre 1952 une commission chargée par Mattei avait choisi pour l'Agip et pour l'ENI le "chien à six jambes", noir, sur un fond jaune, avec la tête renversée vers la queue et émanant une flamme rouge de sa bouche.
[93] Voir CASTRONOVO, V., *L'industria italiana dall'Ottocento a oggi*, Milan, Arnoldo Mondadori Editore, 2007.
[94] Loi 10 février 1953, n. 136, sur la *Istituzione dell'Ente Nazionale Idrocarburi (E.n.i.)* (institution de l'Organisme National des Hydrocarburs – E.N.I.), article 1, in "Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana", cité, 1953.

À l'intérieur ENI se consacra au développement du méthane pour l'industrie et pour l'usage domestique, d'un réseau de distributeurs d'essence et de motels (suivant le développement du réseau autoroutier) et à la chimie, en bâtissant un pole pétrolier-chimique à Ravenne, qui concurrença le Group Montecatini. La chose fut simple car à sa naissance l'ENI obtint les actions ANIC propriété de l'AGIP.

L'activité de l'ENI dépassa le secteur de l'énergie quand elle acheta la compagnie mécanique Nuovo Pignone, de Florence, moins d'un an après sa naissance, en 1954.

Cette acquisition témoignait d'une nouvelle stratégie de l'ENI comparable à celle des autres entreprises d'Etat. La Nuovo Pignone était en crise. En fait, la Nuovo Pignone – qui avant la guerre était Pignone tout court – sortait de la Seconde Guerre mondiale avec des dommages terribles. En 1946 elle avait été achetée par la compagnie textile SNIA Viscosa, mais sa reconversion avait eu des résultats tellement mauvais qu'en 1953 on pensa la fermer. Cette idée de fermeture fit du bruit à Florence et le maire de la ville, Giorgio La Pira, pria Enrico Mattei, qui était de son parti politique, de faire acheter la compagnie par ENI pour en éviter la fermeture.[95]

E. Mattei en fit l'achat en janvier 1954, la renomma Nuovo Pignone et en exploita les ressources pour la production de compresseurs à utiliser dans la production de pompes des stations service. Quelques années après la Nuovo Pignone commença à produire des compresseurs et des turbines, grandit et créa des usines.[96] En 1993, quand ENI commença être privatisée, la Nuovo Pignone fut vendue à General Electric. [97]

L'important est de remarquer que l'achat semble avoir été fait seulement pour des raisons politiques, qui n'avaient rien à faire avec des considérations économiques et financières. Il est important de souligner que ce fut la première fois qu'eut lieu un tel type d'achat.

En 1962 ENI acheta la société Lanerossi de Vicenza, spécialisée dans le textile ; elle se révéla plus tard être une des sources de pertes les plus importantes de toute la gestion financière de l'ENI.

La crise pétrolière du 1973 provoqua une forte augmentation du prix du pétrole brut, prix qui, pour cause du blocus des prix à la vente imposé par le gouvernement de l'époque, ne pouvait pas être répercuté sur les prix des produits dérivés du pétrole. En conséquence, l'ENI commença à voir ses budgets en rouge pour la première fois depuis sa fondation.

La même crise et les conditions du marché amenaient des compagnies pétrolières étrangères à abandonner le marché italien. L'ENI dut alors acheter leurs réseaux de distribution et leurs raffineries. Il en alla de même avec les activités minières et métallurgiques de l'EGAM[98] qu'ENI dut acheter après indication, soit ordre, du Parlement.

---

[95] TERRANOVA, S., *La Pira e Mattei nella politica italiana. 1945-1962*, Troina, Oasi Editrice, 2001.

[96] Les nouvelles usines furent celles de Talamona (SO) en 1961, de Vibo Valentia (VV) en 1962, de Porto Recanati (MC) en 1963, de Schio (VI) en 1968 et de Bari et Rome en 1972. En 1986 la compagnie arriva en bourse après avoir vendu au public le 18% de son capital social (21,6 millions d'actions à 4.250 lires).

[97] La vente ne se passa pas sans polémiques, car on pensait que la General Electric voulait acheter la Nuovo Pignone seulement pour démanteler son majeur compétiteur en Italie. Mais en réalité l'origine de ces polémiques venait de l'opposition de certains secteurs de l'ENI à la cession d'un d'entre les peux entreprises de valeur stratégique et en actif que l'ENI avait encore à ce moment là, dans une période où les pertes du secteur de la chimie allaient endommager l'ENI elle-même d'une façon irréparable. En fait, la General Electric exploita la Nuovo Pignone le mieux qu'elle put.

[98] L'EGAM en vérité, n'opéra pas avant 1971, quand, sous la présidence de Mario Einaudi, il prit le contrôle d'entreprises minières, surtout celles où la Montedison avait des intérêts et qui étaient devenues de faible importance pour ce groupe chimique. On peut nommer les mines de plomb et de zinc à Monteponi et Montevecchio en Sardaigne et celle de mercure du Mont Amiata, en Toscane. L'EGAM ne se limitait pas à opérer dans le secteur minier, mais prit aussi le contrôle de l'aciérie de Cogne à Aoste et du secteur sidérurgique de la Breda, en arrivant à contrôler, en 1974, 47 compagnies, avec quelques 32.000 employés.

La partie la plus grande des activités de l'EGAM étaient déjà en perte. En 1976 la compagnie *Villain & Fassio*, propriété de l'EGAM, résulta insolvable, ce qui provoqua l'abandon de la présidence par M. Einaudi. En 1978 l'EGAM fut liquidé et ses activités furent divisées entre l'IRI (aciers spéciaux) et l'ENI, à travers la SAMIM (activités minières) ; cfr. BALDI,

4.2 L'ENI après Mattei

Dans les années 1970 le rôle de l'ENI de pourvoyeur d'aide aux entreprises et de protecteur de l'emploi en Italie se fit de plus en plus important, mais aux dépens de son efficacité.

Pourquoi estimait-on que l'ENI pouvait se charger du sauvetage des entreprises en difficulté ? La réponse venait de son activité la plus importante, celle du pétrole, et il faut remonter aux années 1950.

L'augmentation progressive de la consommation pétrolière de l'Italie après la Seconde Guerre mondiale avait obligé l'ENI à se diversifier à l'étranger,[99] sur des marchés déjà dominés par d'autres compagnies pétrolières, soit avec de coûts d'entrée élevés et, surtout, en cherchant à surmonter une situation d'oligopole fort bien établie,[100] car cet oligopole était composé de sept sociétés anglo-saxonnes : la Standard Oil of New Jersey, américaine ; la Royal Dutch Shell, anglo-néerlandaise ; l'Anglo-Persian Oil Company, elle aussi anglaise ; et les compagnies américaines Standard Oil of New York, Texaco, Standard Oil of California et Gulf Oil.[101]

L'ENI commença son expansion dans le monde du pétrole avec un contrat en Egypte et un autre en Iran. Jusque là les contrats pétroliers avaient appliqué la règle du «fifty-fifty » soit 50% au pays producteur et autant à la compagnie concessionnaire ; l'ENI proposa – et obtint – un contrat prévoyant le 50% à l'Etat et le reste à une société formée par l'Etat et l'ENI, soit un partage du reste des 50%. De cette façon l'Etat recevait 75% des gains et l'ENI 25%. Le premier de ces contrats fut donc signé avec l'Egypte pendant la présidence du colonel Nasser.[102] A travers la constitution de la société mixte, l'entente consentait la participation directe et la parité décisionnelle du pays producteur. C'était moins convenable que les contrats faits par les autres compagnies pétrolières, mais cela donnait à l'ENI la possibilité de casser le monopole anglo-saxon et la renommée d'« ami » des pays en développement. L'ENI s'orienta alors vers l'Afrique et y conclut des accords, soit pour la recherche et l'exploitation des ressources, soit pour y établir des raffineries et des réseaux de distribution, choses très aisées à faire grâce aux compétences techniques de ses filiales Snamprogetti[103] et Saipem.[104]

Le schéma fut appliqué encore en mars 1957 avec la convention signée avec le Shah de Perse, Reza Pahlevi, et la compagnie nationale persane. Cette nouvelle solution – connue comme "formule Mattei" – marqua le commencement d'une nouvelle période dans les relations entre

---

G., *I potenti del sistema, o il sistema dei potenti*, Milano, Arnoldo Mondadori editore, 1976; CREPAX, N., *Storia dell'industria italiana*, Bologna, Il Mulino, collana "le vie della civiltà", 2002.

[99] CASTRONOVO, V., *L'Agip e gli esordi di Enrico Mattei*, in CASTRONOVO, V. (sous la direction de), *Grandi e piccoli borghesi*, Bari, Laterza, 1988.

[100] NOUSCHI, A., *Le lotte per il petrolio nel Medio Oriente*, Milano, Mursia, 1971.

[101] La Standard Oil of New Jersey devint après Esso (et Exxon aux Etats Unis) et plus tard fut fondée avec Mobil pour devenir ExxonMobil; la Anglo-Persian Oil Company, est aujourd'hui connue comme British Petroleum (BP). La Standard Oil of New York, devint la Mobil et, avec Exxon, changea son nom en ExxonMobil. La Texaco, après avoir fusionnée avec la Chevron est devenue ChevronTexaco. La Standard Oil of California (Socal) fut renommée Chevron et s'appelle maintenant Chevron Texaco. La septième, la gulf Oil, fut acquise pour la plus grand partie par Chevron. Ainsi, aujourd'hui les sept sont devenue trois, soit la BP, l'Exxon Mobil (Esso) et la ChevronTexaco.

[102] BRUNI, L. – COLITTI, M., *La politica petrolifera italiana*, cit; BUCCIANTI, G., *Enrico Mattei: assalto al potere petrolifero mondiale*, Milano, Giuffrè, 2005.

[103] Snamprogetti S.p.a. était une société par actions d'ingénierie du groupe ENI qui s'occupait de projets (oléoducs, gazoducs) et activités dans le domaine des hydrocarbures. Elle fut achetée par la Saipem, autre compagnie du groupe ENI qui s'occupe de bâtir des usines industrielles ; en 2008 elle fut définitivement incorporée dans Saipem S.p.A.

[104] La Saipem S.p.a. est une société actionnaire du group ENI établie en 1956 qui s'occupe des services au secteur pétrolier. Elle est spécialisée dans la réalisation des infrastructures pour la recherche de gisements d'hydrocarbures, surtout en mer et l'excavation et la mise en production des puits, la construction des oléoducs. En 2006 elle acheta Snamprogetti.

pays producteurs et compagnies pétrolières. La position de l'ENI commença à devenir particulière au point de vue politique quand, pendant la Guerre Froide, en octobre 1960, Mattei signa un accord avec le gouvernement soviétique pour l'achat de pétrole russe à des prix très convenables. Le 27 octobre 1962 Mattei fut tué dans l'explosion de son avion à la fin d'un vol de Catane à Milan. la presse évoqua l'accident et l'attentat. En 1995 le cas fut ré-ouvert par la magistrature, qui arriva à la conclusion certaine qu'il s'agissait d'un attentat.[105]

Pendant les années suivantes, ENI décida d'adopter une stratégie complexe. En premier lieu elle essaya, avec succès, de remettre en équilibre sa situation financière, car son développement avait été très rapide et les fonds de dotation de l'Etat italien n'étaient plus suffisants. En 1964 ces fonds furent augmentés et l'ENI arriva en même temps à une sorte de coopération avec les dites "Sept sœurs", comme E. Mattei les avait définies, en suivant la ligne que le fondateur de l'ENI avait commencée avec la signature d'un accord avec Esso. ENI signa aussi des contrats en « joint venture » avec d'autres compagnies étrangères pour la fourniture de pétrole brut venant d'Egypte, d'Iran, de Libye et de Tunisie.

En Italie, ENI renforça sa position sur le marché énergétique en achetant la compagnie Italgas en 1967 et en s'introduisant dans le secteur pétrolier-chimique,[106] secteur abandonné pendant la crise pétrolière du 1973.

Les années 1970 furent celles des accords avec les Pays-Bas et l'Union soviétique pour la construction des gazoducs et l'importation du méthane. Au même temps, en Libye, l'AGIP resta la seule compagnie étrangère qui sauva ses puits et ses usines de la nationalisation ordonnée par le colonel Kadhafi en 1971 et resta pendant plusieurs années la seule à y travailler.[107]

En octobre 1973 la première crise pétrolière marqua la fin de l' « Age d'or » de l'économie occidentale. Après la Guerre de Kippour et l'embargo pétrolier décidé contre les Etats-Unis et les Pays-Bas par le pays membres de l'OPEC, s'ouvra la crise économique la plus lourde après la second guerre mondiale. Pour consolider sa position internationale sur le marché, ENI signa en octobre un accord avec la compagnie d'Etat algérienne Sonatrach, pour la fourniture d'une grande quantité de gaz naturel, à adjoindre à celui venant de l'Union soviétique grâce à un contrat signé en 1969. En septembre 1974 un accord fut signé avec le gouvernement libyen et d'autres avec l'Egypte et la Tunisie, encore, et le Nigeria, pour la première fois. ENI commença aussi à développer des recherches dans la Mer du Nord, particulièrement dans les eaux anglaises, et, en 1976, y trouva deux gisements de pétrole. Au total, entre 1972 et 1975, ENI obtint à l'étranger plus de réserves de pétrole que ce qui avait été obtenu durant les dix années précédentes.

Un autre aspect décisif fut la construction de grandes infrastructures de transport du méthane sur les grandes distances, en préparant un réseau de gazoducs long de milliers de kilomètres en Europe et à travers la Méditerranée. Cette forte activité d'exploration et de production de pétrole

---

[105] Voir les conclusions par M. Donato Firrao, professeur de métallurgie à l'université de Turin, qui, après le réouverture du cas en 1995, fut chargé par la magistrature italienne de faire des autre recherches en appliquant les systèmes d'analyse les plus modernes, qui n'étaient pas disponibles en 1962. Pour cette explosion, selon les conclusions, il avait suffi une charge de 150 grammes de TNT placée derrière le tableau de bord. Le mécanisme pourrait avoir été allumé par le commandement de sortie du train d'atterrissage, soit au commencement de la descente vers Milan. Selon certains auteurs, il s'agit d'une action des services secrets français, qui utilisaient des experts de la Légion Etrangère comme vengeance pour le soutien donné par Mattei aux rebelles d'Algérie ; selon des autres, il s'agit d'une action des agents américains parce que la politique de Mattei menaçait les intérêts des Etats Unis. Les conclusions techniques furent illustrées par M. Firrao dans un transmission de la télévision italienne d'Etat, RAI, en 2008 et que l'on peut voir sur http://www.youtube.com/watch?v=p0ISAiAf-_A

[106] PIRANI, M., "La storia dell'Eni, dalle sfide di Enrico Mattei all'impegno per la sostenibilità", dans "Affari Italiani", mercredi 24.03.2010.

[107] PAOLETTI, C., *Les relations entre l'ENI italienne et la Libye*, présenté à Les rencontres «Emilie du Chatelet» SIER-AEI, 4 mai 2011, Paris, Université Paris XII – Créteil.

et de gaz permit de faire face aux conséquences négatives de la deuxième crise pétrolière de 1979-1980, qui commença après la révolution de Khomeiny en Iran et influença négativement l'économie mondiale ; elle en ressentit une longue période de stagnation accompagnée par un taux d'inflation élevé.
En 1983, après l'entrée en service du gazoduc sous-marin Transmed (le premier au monde à être placé à 600 mètres de profondeur),[108] fut signé un nouvel accord avec la Libye pour l'exploitation des ressources de Boùri, le plus grand gisement de pétrole du bassin de la Méditerranée.
En 1984, ENI découvrit d'autres gisements dans le Golfe du Mexique, en Egypte et au Congo et consolida sa position au Nigeria, où on mit en acte un projet pluriannuel de coopération avec le gouvernement de Lagos pour le développement agricole intégré dans le Delta du Niger.
En 1988, ENI découvrit du pétrole de très bonne qualité en Italie du sud, dans la Val d'Agri, en Lucanie, dans le gisement terrestre le plus grand de l'Europe de l'ouest.
Ce fut à partir de ce moment qu'ENI commença à réduire son infériorité face au groupe des compagnies pétrolières les plus importantes du monde ; après cinq ans, grâce à la progressive privatisation, elle se concentra sur son « *core business* », le noyau dur de ses affaires, soit le pétrole et le gaz. [109]
En fait en 1982 ENI avait acheté les entreprises chimiques SIR, Rumianca et Euteco, toutes les trois dans une très mauvaise situation d'endettement.

4.3 La mentalité de la gestion de l'ENI

Nous voyons clairement que, particulièrement dans cet achat, il y avait eu un comportement peu entrepreneurial et plus social et politique. L'explication en est très complexe. D'un côté c'était dû à la mentalité des politiciens de l'époque qui étaient plus ou moins tous influencés par la pensée économique interventionniste développée sous le Fascisme. Cette doctrine dérivée de la pensée socialiste, la nationalisation, soit l'exercice par l'Etat d'un rôle dans la conduite de la vie économique du pays. Que le Fascisme dérivât du socialisme est un fait bien connu, étant donné que Mussolini lui-même déclarait que dans son mouvement on avait « *du Sorel avec un petit peu de Blanqui.* »[110] La conséquence était une vision de l'économie dans sa perspective sociale plus que dans sa perspective entrepreneuriale. Il importait de sauver les emplois des travailleurs et non plus l'entreprise. Quand on pense que certains ministres italiens de la période républicaine s'étaient formés dans la période fasciste – par exemple, Amintore Fanfani, qui fut président du Conseil, plusieurs fois ministre et qui était professeur d'économie, mais qui, en jeune étudiant, avait été « Littore » de la culture, soit lauréat d'un des prix destinés par le Fascisme aux étudiants les meilleurs, mais aussi les plus en accord avec la doctrine du parti – et avaient un rôle principal dans les décisions économiques nationales, on ne peut que penser que l'aspect social fut préféré à celui strictement et purement économique. Si à cela nous ajoutons que la faiblesse des coalitions politiques rendait la vie des gouvernements courte et douteuse, et, par contre, très réelle et toujours présente la possibilité des élections, nous pouvons aisément comprendre pourquoi les

[108] Transmed est maintenant long 2.220 kilomètres et va de Hassi R'Mel, dans le désert algérien à Minerbio, près de Bologna. La première ligne fut achevée en 1983, la deuxième en 1997. Le gisement de Hassi R'Mel fut découvert en 1955 et ses réserves sont évaluées à 2.000 milliards de mètres cubes récupérables.
Le contrat définitif, signé en 1977, prévoit la construction du gazoduc à travers la Tunisie, avec un flux de 12,3 milliards de mètres cubes-an pendant 25 ans.
A' la fin du 1990 ENI signa un autre accord avec Sonatrach pour l'importation de 7 milliards de mètres cubes par an et ce fut pour la gestion de ce volume supplémentaire qui fut bâtie la deuxième ligne.
[109] PIRANI, M., "La storia dell'Eni, dalle sfide di Enrico Mattei all'impegno per la sostenibilità", dans "Affari Italiani", mércredi 24 mars 2010.
[110] Mussolini, cit. in LONGANESI, L., *in piedi e seduti (1919-1943)*, Milan, Longanesi, 1968, page 137; FÜLÖP-MILLER, R., *Capitani, fanatici e ribelli*, Milano, Mondadori, 1936.

hommes politiques se souciaient davantage des travailleurs que de l'entreprise et plus de prendre des mesures ou de trouver des solutions de court que de long terme. Le court donnait des solutions rapides, aisées à prendre, qui ne donnaient pas une vraie solution au problème. La solution à longue durée normalement entraînait, ou pouvait entraîner, des mesures de réorganisation telles que la réduction du nombre des emplois, soit, en définitive, un affaiblissement politique. En ayant des grandes entreprises propriété de l'Etat, il était facile, pour ceux qui contrôlaient politiquement l'Etat, d'ordonner aux dites entreprises d'en sauver d'autres en difficulté. pas pour rendre l'entreprise sauvée productive, mais seulement pour sauver des emplois devant les électeurs. Tel avait été le cas en 1953 lors de l'achat du Nuovo Pignone, tel fut encore le cas quand l'ENI acheta d'autres entreprises. Il ne s'agissait jamais de décisions prises en considérant le seul aspect économique ou entrepreneurial ; il s'agissait toujours de décision prises d'après une décision du Parlement ou du gouvernement. S'il est vrai que toute grande entreprise doit considérer aussi l'aspect social et politique de ses décisions, il est vrai aussi que toutes les décisions de l'ENI dans cette dernière période avant la privatisation furent prises sans se soucier de l'aspect économique, car elles furent imposées par les autorités politiques et pour des buts purement politiques.

Par conséquent, pendant les années 1979 à 1983, les pertes financières de l'ENI furent très lourdes et cela conduisit à la vente de Lanerossi, qui en était à l'origine.[111]

L'autre question était celle de la chimie (cf. supra). L'ENI y avait fait son entrée depuis longtemps, mais, comme on l'a vu, avec des dépenses et peu de bénéfices ; elle fut résolue en 1989 avec la création du groupe Enimont, né de la fusion de la Montecatini-Edison et de l'ENI ; il concentra toutes les activités de la chimie de base italienne ; en 1990 l'ENI acheta toutes les actions de l'ENImont au prix de 2.800 milliards de lires, soit, à peu près 1.500 millions euros/2000.

À celle époque l'ENI était le premier fournisseur de gaz naturel en Italie et le deuxième en Europe. Il possédait 41% de la compagnie Italgas (qui distribuait le produit aux consommateurs finaux de gaz) et en 1995 avait acheté la majorité des actions de la Tigaz, la plus grande compagnie régionale hongroise de distribution de gaz.

L'Enichem, contrôlée par ENI, était un des plus importants producteurs d'éthylène et de gomme styrène butadiène. L'activité de raffinage était toujours faite par Agip, qui, en 1996 avait acheté les 16,3% de la société Ceska Rafinerska A.S.

C'était la fin du système des participations d'Etat, la privatisation s'annonçait.

4.4 Le cadre de la privatisation de l'ENI

Le processus de la privatisation de l'ENI ne fut pas sans intérêt quant à la gestion d'entreprise.[112]

En 1983, quand, M. Reviglio,[113] professeur d'économie à Turin, fut nommé président de l'ENI, il proposa à son ancien élève M. Franco Bernabé[114] de venir avec lui l'assister. Ce fut M. Reviglio qui

[111] La Lanerossi fut achetée en février 1987 par le groupe textile Marzotto pour 167,9 milliards de lires ; cfr VASAPOLLO, L., "La via alle privatizzazioni nel modello capitalistico italiano. Un'indagine statistico-aziendale », dans "Proteo", an I, n° 1/1998, page 9.

[112] Ce cas fit l'objet d'un *case study* à l'Harvard Business School en 1997, soit : SUESSE, J. M. – WILLARD, M. (sous la supervision du Professeur L. A. Hill), *Franco Bernabè at ENI*, Harvard Ms, Harvard Business School, 14 février 2002, Case study 9-498-034.

[113] Franco Reviglio, né à Turin le 3 Février, 1935, est un professeur d'université et a été un homme politique et ministre de la République italienne. Après avoir été au Fmi de 1964 à 1966, en 1971 il fut nommé professeur d'économie publique à la Faculté d'Economie de l'Université de Turin. Ensuite il occupa des positions de premier plan, en politique et dans l'économie nationale: il fut ministre des Finances (1979-1981), ministre du Budget et des Interventions extraordinaires dans le Sud (1992-93) et président et chef de la direction de l'ENI dans la période 1983-1989 et, ensuite, membre du conseil d'Edipower et du conseil général de la Fondation de Venise.

fut capable de remettre le budget de l'ENI en « noir » en 1985. Il quitta l'ENI en 1989 et laissa sa place à Gabriele Cagliari.
Quand, au mi juin de 1992, M. Giuliano Amato devint Premier ministre, il décida de procéder aux privatisations, qui furent annoncées le 11 juillet suivant, ainsi que la disparition du ministère des Participations d'Etat.
Il fut alors établi un petit comité de direction de l'ENI, composé par messieurs Ammassari, Bernabé et Cagliari ; ce comité confirma Cagliari en tant que président de l'ENI et M. Bernabé devint l'administrateur délégué. Le Premier ministre M. Amato dit que la décision quant à Bernabé avait été prise par le gouvernement très rapidement, mais dans ce gouvernement celui qui soutint sa candidature, fut M. Reviglio, son ancien professeur à l'université de Turin et qui était le ministre des Finances et venait du même parti socialiste de M. Amato.
Bernabé connait très bien la structure et le fonctionnement de l'ENI ; en premier lieu il concentra le pouvoir entre ses mains. Ensuite, il visita autant qu'il put des sociétés de l'ENI – il y en avait 335, 176 en Italie et 159 à l'étranger – et en septembre 1992 il changea la plus grande partie du management. Il décida que l'ENI devait se concentrer sur le noyau dur de ses activités économiques et annonça la mise en vente de la Nuovo Pignone, société qui était à cette époque en très bonnes conditions financières et qui, comme nous l'avons déjà dit, fut bientôt achetée par la General Electric.
À cette époque le gouvernement avait donné à ENI trois tâches: restructurer le groupe, réduire son endettement et être coté sur le marché avant la fin du 1994. S'il semblait possible de réorganiser l'ENI, personne ne croyait possible de réorganiser l'Enichem, soit le secteur chimique de l'ENI, car son endettement grandit de jour en jour.
En novembre M. Bernabé annonça le commencement du processus de désinvestissement avec l'assistance de Merryl Lynch, UBS et FinComit, la partie financière de la Banque Commerciale Italienne, pour permettre la vente des biens d'une façon rapide et efficiente ; elle assurait la

---

Parmi ses assistants, qui plus tard ont été appelés les "Reviglio boys» on compte Giulio Tremonti, qui fut plusieurs fois ministre des Finances, Domenico Siniscalco, qui fut directeur général du Trésor et ministre des Finances, Alberto Meomartini, qui en 2011 devint le président de Saipem, Mario Baldassari, plus tard sous-sécrétaire d'Etat aux Finances, et Franco Bernabè. Parmi ses travaux on trouve, se bornant à ceux sur les privatisations, le livres *Spesa pubblica e stagnazione dell'economia italiana*, Bologna, Il Mulino, 1977; *Per una politica della spesa pubblica* (con E.Gerelli, a cura di), Angeli 1978; *Meno Stato più Mercato*, Milano, Mondadori, 1994; *Lo Stato imperfetto*, Milano, Rizzoli, 1996; *Come siamo entrati in Europa e perché potremmo uscirne*, Torino, Utet, 1998, et les essais et articles "Internazionalizzazione e sviluppo nelle imprese pubbliche", dans GUERCI, C.M. (sous la direction de), *L'impresa innovativa. Strategie per gli anni '90*, Milano, Edizioni del Sole 24 Ore, 1988; "Il ruolo delle imprese a partecipazione statale negli anni '90", dans "Studi economici e sociali", avril-juin 1988; "Il problema del "Common Carrier" del gas", dans "Economia delle fonti di energia", n° 37-38, 1989; "Il ruolo delle imprese a partecipazione statale negli anni '90", dans AAVV, *Le partecipazioni statali, l'unificazione e l'internazionalizzazione dell'economia italiana - giornata in onore di Pasquale Saraceno*, Milano, Franco Angeli, 1989; *Il ruolo delle partecipazioni statali negli anni ottanta*, in *Scritti in onore di Alberto Mortara*, vol. II, Milano, Franco Angeli, 1990; *State Holdings in Italy: a Lesson from Theory and Experience*, Iger, Roma 1990, "Servizi pubblici: Privatizzazione o gestione pubblica diretta?", dans "Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze", mars 1992; "Italian Industry: The Public Sector and the Italian Economy" dans "Geopolitique", n° 38, 1992;
cfr. http://web.econ.unito.it/reviglio/reviglio_cv.pdf

[114] Né en 1948, Franco Bernabé obtint son diplome en 1972 à l'université de Turin, où il connut le professeur Franco Reviglio, avec lequel il travailla dans l'université. Il devint professeur de politique économique à l'Ecole d'Administration industrielle et développa sa pensée à propos de la liberté des marchés, jusqu'à publier en 1975 le livre *Struttura finanziaria e politica economica in Italia*. En 1976 ils devint Senior Economist à l'OCDE à Paris. En 1978 il passa à la Fiat, où il resta jusqu'à 1983, quand, M. Reviglio fut nommé président de l'ENI et proposa à Bernabé de venir chez lui en assistant. Quelques années après, Reviglio lui donna le poste de directeur de la planification de l'ENI. En 1992 devint administrateur délégué de l'ENI qu'il quitta en 1998 pour devenir administrateur délégué de Telecom Italia.

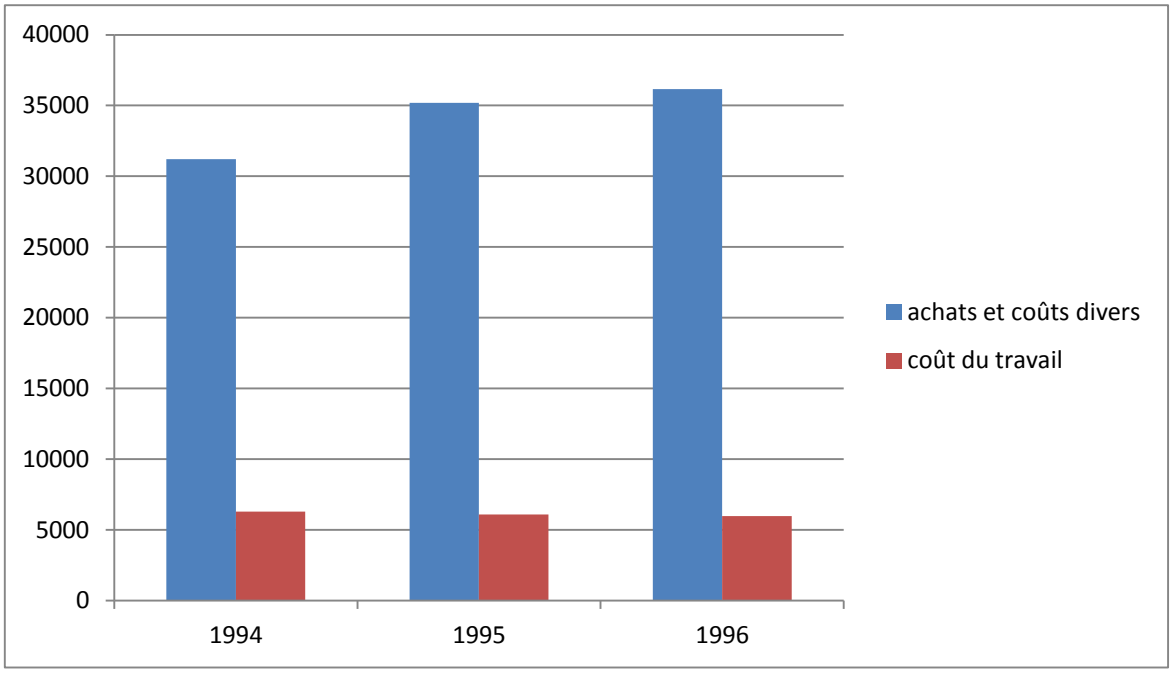
transparence et la justesse face au marché et aux acheteurs potentiels. Encore une fois il faut souligner que personne ne critiqua l'évaluation du prix de l'ENI ni à ce moment, ni par la suite.
En décembre 1992 le président de l'ENI, M. Cagliari, fut accusé de corruption pour avoir donné des fonds au parti socialiste et à d'autres partis italiens. Les présidents des sociétés les plus importantes et riches de l'ENI, soit AGIP, SNAM et SAIPEM furent également inculpés. M. Bernabé ne fut pas compris dans cette tempête et à la fin mars, en s'appuyant à une clause du statut, il fut capable de sortir de la situation problématique provoquée par la présence en prison de M. Cagliari, qui avait pourtant refusé de donner sa démission de la présidence et, en gardant la présidence, mais en étant absent, il ne pouvait ni prendre des décisions, ni participer aux travaux de l'ENI, ni signer les documents nécessaires à la vie du groupe et de cette façon il bloquait l'action de l'ENI.
Le 16 avril 1993 Bernabé demanda à tous les « senior managers » des compagnies de l'ENI de donner leur démission et, pendant les deux mois suivants, il travailla avec le directeur des ressources humaines et de l'organisation, M. Francesco Furci, à choisir les nouveaux dirigeants.
Le changement fut remarquable, car pour la première fois l'ENI décida de mettre en fonction le système de rotation, en faisant passer chaque dirigeant à travers toutes les filiales du groupe pour assurer à chacun une vision complète des activités de l'ENI. En même temps M. Bernabé rejeta toutes les tentatives des banques d'investissement et des « financial advisors », les conseillers financiers qui aidaient l'ENI à se préparer à la privatisation, pour mettre de « nouvelles visages » dans les positions clé de l'ENI. Bernabé n'était pas d'accord car il y avait de bons experts dans le Groupe et c'était là qu'il voulait chercher ; et ce fut là qu'il trouva ceux qui lui étaient nécessaires.
Ce choix eut un grand impact sur le groupe, car tous ses membres furent touchés et réagirent très bien. Bernabé et bien d'autres après, restaient toujours convaincus que ce fut peut-être la raison la plus importante du succès de toute l'opération
Le Groupe ENI écrit et publia son code de comportement, préparé par les nouveaux directeurs qui venaient d'entrer en fonction, re-contrôlé article par article par M. Bernabé lui-même et approuvé par le collège des directeurs de l'ENI le 12 janvier 1994. Il fut tout ensuite distribué à tous les employés du groupe.
Le 12 août 1995 le gouvernement donna à l'ENI la permission d'être côté sur le marché dans les trois mois suivant. L'idée du gouvernement était d'éliminer les secteurs en perte ou qui n'étaient pas stratégiques et de garantir le soutien financier des secteurs du groupe qui donnaient l'épreuve de se développer, dans le respect de l'équilibre entre ses moyens et l'endettement. Quant à la vente, l'homogénéité du traitement fut garantie en organisant une enchère divisée en deux phases: la première, qui prévoit une offre préliminaire et une seconde pour la définition de l'offre finale contraignante.
Dans les deux cas, les mêmes informations furent données aux acheteurs potentiels au même moment et, pour donner le maximum de la transparence, le ministère des finances publia une annonce qui décrivait les phases fondamentales de l'offre et en précisait le calendrier.

4.5 La privatisation de l'ENI : la vente des sociétés de l'ENI

ENI fut privatisée en cinq tranches différentes nommées ENI 1, qui fut mise en place le 21 novembre 1995, ENI 2, ENI 3, ENI 4 et ENI 5, qui fut en 2001.
Dans la période allant de 1993 à 1996 le nombre de salariés de l'ENI baissa considérablement. En 1993 il y'en avait 112.698. En 1995, selon M. Franco Bernabé, ENI avait déjà cédé 140 entreprises

et sociétés, en baissant sa force de travail de 45.000 unités[115] et le nombre des salariés atteignit un total de 84.643 en 1996.

Tableau 1
Coût du travail et coûts diverses de l'ENI 1994-1996[116]



La diminution globale de la force de travail fut du 23,7% pour les dirigeants, 17,7% pour les employés, 13,8% pour les cadres et 33,7% pour les ouvriers.[117] Il en résulta une baisse de 1,9% du coût du travail.

Au même temps, de 1994 à 1996, les coûts opérationnels augmentèrent : achats, prestations de service et coûts divers des activités relatives à la production et vente de gaz naturel et du pétrole, avec une incidence des coûts opérationnels sur les revenus qui en 1994 fut de 31.198 milliard de lires pour achats et coûts divers face à 6.290 de coûts du travail, en 1995 de 35.195 et 6.098 et en 1996 de 36.167 et de 5.966, soit en les trois ans une hausse de 72,6% à 73%.

Nous avons déjà vu que les premières cessions avaient été faites par ENI à partir de 1992, quand le groupe commença à vendre ses participations ou petites sociétés ; mais officiellement ENI commença être privatisé à partir de décembre 1993 et au commencement du 1994, quand il plaça sur le marché et vendit à Général Electric 78% de la compagnie Nuovo Pignone, contre un paiement en lires équivalent à 2,45 milliards de francs de l'époque.

En mars 1994, 100% de la Liquipibigaz, qui s'occupait de gaz de pétrole liquéfié, furent vendus aux compagnies Novogaz, française, et SHV, néerlandaise. Ensuite ENI mit en vente le 35% de la Costiero Gas Livorno, une société de distribution, et obtint 860 millions de francs de l'époque.

Ce même mois de mars, ENI vendit une partie du capital de la société de production d'additifs pour matières plastiques, Enichem Syntesis, à la compagnie américaine Great Lakes Chemical – en gagnant l'équivalent d'un demi-milliard de francs – et en juillet 1994 la Nuova Italiana Coke, compagnie charbonnière, fut achetée à 100% par les sociétés italiennes Topfin et Carbobarone.

---

[115] Discours de Franco Bernabé à l'Assemblée annuelle de la Confindustria, Rimini, 28 octobre 1995, reporté par MANCA, D., *Sul mercato 1 miliardo di Eni - Bernabé: la più grande privatizzazione del mondo. Utili record nel ' 95*, dans "Corriere della Sera" de 29 octobre 1995, page 19.

[116] Source: VASAPOLLO, L., opus cité.

[117] VASAPOLLO, L., « La via alle privatizzazioni nel modello capitalistico italiano. Un'indagine statistico-aziendale », dans « Proteo », an I, n° 1/1998, page 11, voir notamment ses tables 11 et 12.

Partie II
L'exemple de la privatisation, modèle pour la privatisation en Italie

Dans la deuxième partie sil sera traité de deux choses différentes mais strictement liées entre elles : la valeur en tant que concept et la privatisation de l'ENI. En effet une privatisation peut se faire avec succès seulement si on connait la valeur de l'entreprise à vendre, donc il faut avant tout savoir soit ce qu'on entend par « valeur », soit comment à partir de ce mot on arrive à donner une quantification monétaire de la valeur de l'entreprise à privatiser. Le premier chapitre traite avant tout du problème de l'évaluation en parlant des définitions de la « valeur » et des systèmes d'évaluation en Italie. Une fois cet aspect précisé, on rappellera l'histoire du groupe ENI de ses origines jusqu'au moment de la privatisation, pour faire comprendre la nécessité de sa mise en vente. On passe ensuite à la privatisation et au problème de l'évaluation de l'ENI et donc du prix de vente de ses actions et, enfin, comment fut faite la privatisation et si elle peut être prise pour modèle pour d'autres privatisations italiennes.

Chapitre 1

Le problème de l'évaluation de l'entreprise

Introduction

Le chapitre s'ouvre avec le problème de la définition de la valeur et les définitions qu'en ont été données dès l'origine de la pensée économique. A suivre, on parle de l'évolution historique des théories et des critères d'évaluation des entreprises en Italie de 1840 à 1940, en suivant le fil rouge qui, de la première moitié de XIXe siècle, se déroula de maître en élève durant plus d'un siècle, donnant origine pendant le temps à des écoles différentes, mais toutes avec les mêmes « racines », ou, mieux, qui étaient toutes des branches du même arbre. Après on parle de l'évolution des systèmes et des concepts d'évaluation des entreprises dans le monde jusqu'aux années 1980 et, a suivre, nous nous concentrons sur l'école italienne de Luigi Guatri – l'expert italien le meilleur soit dans la théorie que dans la pratique de l'évaluation – jusqu'à la période de la privatisation de l'ENI. On donne un panorama de la méthode des entreprises comparables et du choix des entreprises comparables, n'oubliant pas de parler des dimensions et des risques financiers, des cours historiques des affaires et des perspectives de développement de l'entreprise à évaluer.
Le choix des rapports de comparaison, ou ratios, le rapport P/E et les autres ratios font l'objet du onzième chapitre, en tant que le dernier présent les observations faites par Guatri sur la méthode des entreprises comparables et sur ses erreurs éventuelles.

1.1 Le problème de l'évaluation : la définition de la « valeur »

Avant de privatiser il faut définir la valeur de l'entreprise à privatiser ; or, évaluer c'est quantifier une valeur, soit mesurer une valeur, mais le problème est : qu'est ce la valeur ?
C'est un problème ancien. Aristote dans son *Ethique à Nicomaque* parla de la monnaie et de sa valeur en disant :

> « *la monnaie fut établie par la loi et c'est pour ça qu'elle fut appelée « νόμισμα » - nomisma - car elle avait sa valeur établie par la loi et pas*

par la nature et parce que, enfin, c'est à nous de la modifier et de la rendre sans valeur.»[118]

Et dans sa *Politique* il dit à peu près la même chose.[119]
Cette définition resta valable pendant les siècles suivants, car le Moyen Age ne se soucia pas trop de définir la valeur, en préférant plutôt s'occuper de comptabilité pratique et de ramasser l'argent que de se poser la question de sa valeur, ou perdre du temps à mettre en discussion Aristote avec toutes ses désagréables conséquences.
Au XVI siècle l'Eglise et les auteurs laïques, en reprenant Aristote et en suivant l'influence de la scholastique, confirmèrent ce concept de la valeur en disant en substance ce que leur maitre avait dit. En 1556 l'archevêque espagnol Diego de Covarrubias y Leyva, qui est considéré comme le premier auteur à s'occuper de la monnaie, écrivait que si la monnaie prend sa valeur grâce au prince – soit par, ou à travers, la loi – de la même source peut venir la perte de sa valeur : elle n'est pas estimée pour la valeur de l'argent ou de l'or qui la composent, mais en soi même en tant que monnaie frappée et mise en circulation avec une certaine valeur conventionnelle décidée par l'Etat ou par le souverain, autrement elle aurait sa valeur par sa nature, soit sur la base de la quantité d'or ou d'argent qui la composent.[120] On eut donc ici une distinction entre valeur objective et valeur subjective, mais sans apprécier la différence entre prix et valeur.
Vingt deux ans après, en 1588, le florentin Bernardo Davanzati, dans ses *Leçon des monnaies*, ne fit aucune différence entre les deux.[121] La situation ne changea pas durant le siècle suivant. Locke dans ses *Quelques considérations sur les conséquences de la baisse et de la hausse de la valeur de la monnaie* écrivait :

« *Money is necessary to all these sorts of Men, as serving both for Counters and for Pledges, and so carrying with it even Reckoning, and Security, that he, that receives it, shall have the same Value for it again, of other things that he wants, whenever he pleases. The one of these it does by its Stamp and Denomination; the other by its intrinsick Value, which is its Quantity.*
....For Mankind, having consented to put an imaginary Value upon Gold and Silver by reason of their Durableness, Scarcity, and not being very liable to be Counterfeited, have made them by general consent the common Pledges, whereby Men are assured, in Exchange for them to receive equally valuable things to those they parted with for any quantity of these Metals. By which means it comes to pass, that the intrinsick Value regarded in these Metals made the common Barter, is nothing but the quantity which Men give or receive of them. For they having as Money no other Value, but as Pledges to procure, what one

[118] ARISTOTE, *Ἠθικὰ Νικομάχεια*, livre V ("des coutumes"), V, 5, paragraphe 8.
[119] ARISTOTE, *Τὰ Πολιτικὰ*, livre I, 9, paragraphes 8-11.
[120] COVARRUBIAS Y LEYVA, D. de, *Veterum numismatum Collatio (de re monetaria)*, Granada, 1556; on trouve sur internet en date de publication 1556 dans la page web éspagnole dediée à Covarrubias et 1595 dans celle en anglais, mais Johann Gottfried LIPSIUS et Christian Gottlob HEYNE dans leur *Bibliotheca numaria sive Catalogus auctorum, qui usque ad finem saeculi XVIII de re monetaria aut numis scripserunt*, Lipsie, Schaefer 1801, reportent à 1556 la date de la première édition éspagnole, suivie par une autre à Venise ce même année. Le texte original est en Latin et dit : « *Si non natura ipsa, sed a principe valorem numismata accipiunt, et ab ipso legem revocante inutilia effici possunt, profecto non tanti aestimatur materia ipsi auri vel argenti, quantum numus ipse, cum, si tanti aestimaretur, natura ipsa, non lege, pretium haberet* » .
[121] DAVANZATI, B., *Lezione delle monete*, Milano, nella stamperia e fonderia di G.G. Destefanis, 1804.

> *wants or desires; and they procuring what we want or desire, only by their quantity, 'tis evident, that the intrinsick Value of Silver and Gold used in Commerce is nothing but their quantity*» [122]

Quarante ans après, J. F. Melon de Pradou, qui avait été le secrétaire de John Law jusqu'à la chute de son système, la faillite de la banque du Mississippi et sa fuite en Italie et qui après le fut du Régent jusqu'à la mort de celui-ci, publia, en 1734, son *Essai Politique sur le Commerce,* où il parla de la monnaie et de sa valeur[123] mais demeura dans le courant de pensée d'Aristote et des autres. Montesquieu lui-même ne fit pas exception, mais il faut dire que – en bon magistrat – dans *l'Esprit des Lois* il n'avait aucune intention de s'occuper d'économie et en particulier de la valeur.
Ce fut l'abbé napolitain – né dans les Abruzzes – Ferdinando Galiani qui en 1751, âgé de 23 ans, publia son essai *Della Moneta* – de la Monnaie – le premier qui fit une réelle différence entre prix et valeur et qui considéra l'un comme la mesure de l'autre à un moment déterminé.
En critiquant Aristote, Covarrubias, Davanzati, Locke, Melon – qu'il appelle Melun – et Montesquieu, Galiani affirma :

> « *que non seulement les composants métalliques de la monnaie, mais toute autre chose dans le monde, en ne faisant exception pour aucune, a sa valeur naturelle, dérivée de principes certes, généraux et constants ; que ni le caprice, ni la loi, ni le prince ni aucune chose peut faire violence à ces principes et à leur effet ; et enfin que dans l'estimation les hommes disent, comme les scolastiques, passive se habent. Au-dessus de cette base tout édifice qui se haussera sera durable et éternel. Mon lecteur pardonnera toute cette longueur à cause de l'importance de la question, et quand il voudra me blâmer, qu'il en blâme avec plus de raison le nombre infini d'écrivains qu'une telle vérité ou n'ont pas su, ou n'ont pas voulu prouver comme il convenait.*
> *La valeur des choses (car je parle de tout en général) est définie par l'estimation que les hommes ont de ces mêmes choses, mais peut-être que ces paroles ne réveillent pas une idée plus claire de ce que les autres ont fait. C'est pourquoi nous pourrions dire que l'estime, ou la valeur est une idée de la proportion entre la possession d'une chose et celle d'une autre dans le concept d'un homme. Alors, quand vous dites que dix boisseaux de blé valent autant qu'un tonneau de vin, vous exprimez une proportion d'égalité entre l'un ou l'autre: de sorte que les hommes, toujours très attentifs à ne pas être frustrés dans leurs propres plaisirs, changent une chose en l'autre, parce que dans l'égalité n'y a ni perte, ni tromperie.*

[122] LOCKE, J., *Some Considerations of the consequences of the Lowering of Interest and the Raising the Value of Money In a letter sent to a Member of Parliament*, London, Printed for Awnsham and John Churchill, at the Black Swan in Pater-Noster-Row, 1691, page 11.
[123] MELON DE PRADOU, J.-F., *Essai politique sur le commerce – nouvelle édition augmentée de sept chapitres & où les lacunes des éditions précédentes sont remplies*, 1736. Entre les 26 chapitres composants l'œuvre, il parle de la monnaie aux chapitres XII, Des valeurs numéraires ; XIII, De la proportion entre les Monnoyes ; XV Des Monnoyes de Saint Loüis & de Charles VII ; XIX, Diverses observations sur les Monnoyes ; XX, Du Change ; XXI De l'Agio.
Le livre se retrouve et est téléchargeable dans le site web http://books.google.it/books?id=du05WdiTF-8C&printsec=frontcover&hl=it&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false

Par la présente, j'ai dit que nous comprenons, qu'étant diverses les dispositions de l'âme humaine et divers les besoins, la valeur a de la variété. C'est ainsi que des choses plus recherchées et appréciées ont une valeur, qui est appelé courante, et les autres sont évaluées seulement par le désir de ceux qui désirent les avoir.

La valeur est donc l'une des raisons, et elle est composée de deux raisons, que j'exprime avec ces noms d'utilité et de rareté. Ce que je veux dire, pour qu'on n'ait aucune discussion sur le sens des paroles, je vais l'expliquer avec des exemples. Il est évident que l'air et l'eau, qui sont des éléments utiles à la vie humaine, n'ont aucune valeur, parce qu'ils n'ont pas de rareté: au contraire, et un sac de sable des côtes du Japon serait une chose rare, mais, à moins d'avoir une utilité particulière, elle ne compterait pas.

Mais ici je sais déjà qu'on voudra me demander quelle utilité je trouve dans de nombreuses marchandises qui ont des prix élevés. Et parce que cette difficulté naturelle et fréquente déclare les hommes insensés et déraisonnables et détruit en même temps les fondements de la science de la monnaie, il sera nécessaire de parler de l'utilité des choses et de comment elle est mesurée. S'il n'y a pas de principes dont elle dépend, alors le prix des choses n'en aura pas ; et alors elle ne sera pas une science car il n'y aura plus de certitude

J'appelle « utilité » l'aptitude d'une chose à nous donner le bonheur» [124]

Ce travail de Galiani fit peu de bruit en Europe, car il ne fut pas traduit de l'italien et donc ne fut pas connu hors d'Italie. Néanmoins il eut une influence plus grande qu'on pourrait penser, car huit ans après la publication de son livre à Naples, Galiani passa à Paris comme secrétaire du ministre de Naples et d'Espagne et y vécut dix ans, de 1759 à 1769. Il y connut tous les philosophes de la période et il eut de l'amitié pour Diderot et Turgot.[125] C'est pour cela qu'on retrouve dans l'article de Turgot *Valeurs des monnaies*, écrit en 1760, les lignes suivantes :

« *Nous ne pouvons ici nous refuser une réflexion. Nous n'avons pas encore vu naître le commerce; nous n'avons pas encore assemblé deux hommes, et dès ce premier pas de nos recherches nous touchons à une des plus profondes vérités et des plus neuves que renferme la théorie générale des valeurs. C'est cette vérité que M. l'abbé Galiani énonçait, il y a vingt ans, dans son traité della Moneta, avec tant de clarté et d'énergie, mais presque sans développement, en disant que la commune mesure de tontes les valeurs est l'homme. Il est vraisemblable que cette même vérité, confusément entrevue par l'auteur d'un ouvrage qui vient de paraître, sous le titre d'Essai analytique sur la richesse et l'impôt, a donné naissance à sa doctrine de la valeur constante et unique, toujours exprimée par l'unité, et dont toutes les valeurs particulières ne sont que des parties proportionnelles, doctrine mélangée chez lui de vrai et de*

[124] GALIANI, F., *Della moneta*, Milano, Feltrinelli, 1963, pages 38-39.

[125] Entre ses amis on comptait le baron d'Holbach, Helvétius, Marmontel, l'abbé Morellet, d'Alembert, Suard, Diderot, F.M. Grimm et Madame d'Épinay, cfr. DE MAJO, Silvio, "GALIANI, Ferdinando", dans *Dizionario Biografico degli Italiani*, Volume 51 (1998), ad vocem et dans http://www.treccani.it/enciclopedia/ferdinando-galiani_(Dizionario-Biografico)/ .

faux, et qui, par cette raison, a paru assez obscure au plus grand nombre de ses lecteurs. »[126]

MM. Gide et Rist en 1909 commentaient :

« *Il est possible que Turgot ait été inspiré par Condillac, mais il est possible qu'il ait été inspiré lui-même par Galiani, dont le livre, paru vingt ans avant le sien et qu'il cite d'ailleurs, contient déjà une très fine analyse psychologique de la valeur, en lui donnant pour fondement l'utilité et la rareté.* » [127]

Et en 1947 M. René Gonnard souligna que Galiani :

« *…expose une théorie déjà très moderne de la valeur avec laquelle il s'affirme le prédécesseur (plus que le simple précurseur) de Jevons et de Menger : distinction de la valeur subjective et de la valeur objective, mise en rapport de la première avec les besoins concrets ; rapports de la valeur avec le coût de la production*.» [128]

Enfin en 1955 M. Georges Henri Bousquet écrit que Galiani avait été un : « *grand économiste,* [qui] *mérite de figurer dans toutes les histoires générales de l'histoire générale de la science économique* »[129] en soulignant peu après l'importance de la théorie de la valeur de Galiani, qui était fondée à la fois sur des bases objective et subjective, faisant de lui un précurseur des marginalistes.[130]
Schumpeter lui-même dans son *Histoire de l'analyse économique* souligne que Galiani « *a défini nettement le terme « valeur » par un rapport d'équivalence subjective entre la quantité d'une marchandise et celle d'une autre marchandise* »[131] et, peu après, il ajoute :

« *jamais dans le passé pendant plus d'un siècle, cette théorie n'avait été présentée d'une façon aussi complète et avec une conscience pleine de son importance. En substance Galiani diffère de Jevons et de Menger car il lui manquait le concept d'utilité marginale (mais son concept de rareté relative s'en approche) et car il n'appliqua pas son analyse aux problèmes des coûts et de la distribution. La première faute explique, peut-être, qu'il n'est pas capable d'offrir une théorie satisfaisante du prix, néanmoins il aurait pu aller plus loin, en dépit de cette faute, comme les bons résultats plus tard d'Isnard le démontrent.*
Néanmoins il laissa sa trace. Après avoir indiqué comment le prix dérive de l'utilité et de la rareté, il se trouva devant le fait que ce prix, en limitant la quantité de marchandise que les consommateurs peuvent se

[126] *Œuvres de Turgot et documents le concernant avec Biographie et Notes* par Gustav Schelle, tome III (Turgot intendant de Limoges, 1768-1774), Paris, Librairie Félix Alcan, 1919, pp. 79-98. Téléchargeable de http://www.taieb.net/auteurs/Turgot/Val_mon.html
[127] GIDE, C. – RIST, C., *Histoire des doctrines économiques - Tome 1. Des Physiocrates à J. Stuart Mill*, Paris, Editions Sirey, 7è édition, 1959, page 51.
[128] GONNARD, R., *Historie des doctrines économiques*, Paris, R. Pichon et R. Durand-Auzias, 1947, page 273.
[129] GALIANI, F., *De la Monnaie*, nouvelle édition analysée avec bibliographie, introduction et notes du livre par BOUSQUET, G. H. et CRISAFULLI, J., dir., Paris, Librairie M. Rivière, 1955, page 27 et 51.
[130] BOUSQUET, opus cité, page 51.
[131] SCHUMPETER, J. A., *Storia dell'analisi economica*, vol. 1, page 367.

procurer, réagit à son tour sur la rareté comme elle est perçue par les consommateurs. Le prix règle la demande (la consommation) et il est réglé par celle-ci en même temps. Galiani fut capable de traiter d'une façon parfaite ce phénomène d'interdépendance. Dans les trois pages consacrées à la question il découvrit le concept d'équilibre de long terme et ébaucha l'analyse du mécanisme à travers lequel le profit détermine cet équilibre.»[132]

La notion de valeur est à rapprocher de celle de prix, mais si un prix est clairement identifié comme la somme de monnaie échangée à une date donnée pour acquérir un bien, la valeur du bien n'est pas clairement établie, car les prix changent. en tout premier lieu est donc impératif de définir la valeur ; ce fut ce qui occupa les théoriciens à partir du commencement du debat de l'économie moderne.

Les physiocrates et surtout François Quesnay parlaient de la « *valeur provenant de la nature* », soit d'une valeur fondée sur l'idée que seulement la production agricole peut créer des richesses et que toute autre activité artisanale ou commerciale n'est que l'addition de travail aux matières premières issues directement ou indirectement des produits de la terre.

Ainsi, l'estimation de la valeur résulte de l'agrégation de la valeur des produits naturels constituant le capital nécessaire à une production plus la valeur des produits naturels nécessaires à la reproduction de la force de travail.

D'autre part, les économistes de l'école anglaise, et surtout Adam Smith et David Ricardo, distinguaient plusieurs valeurs comme la valeur d'échange et la valeur d'usage et cherchaient une cause qui pouvait expliquer les prix des biens. Selon leur point de vue, le travail exerça un rôle dans la détermination de la valeur d'un bien ; Smith l'identifia comme la source de la richesse des nations.[133] Mais, tout en travaillant, chaque membre de la société devait avoir recours aux autres pour se procurer ce dont il avait besoin ; il était donc nécessaire d'avoir un moyen d'échange et ce moyen était la monnaie. La possibilité d'échanger des biens entre eux, ou contre de la monnaie, faisait à son tour apparaître la notion de valeur ; et la « valeur » avait pour Smith deux significations : la valeur d'usage et celle d'échange. Smith se préoccupa surtout de cette dernière en la discutant avec son célèbre paradoxe de l'eau et du diamant : sans l'eau personne ne peut vivre, mais personne n'est disposé à en payer le prix, ou un prix tout court, pour l'acheter ; le diamant ne sert à rien, mais tout le monde en a le désir et est prêt à l'acheter ; comment est-ce possible ? Les deux ont-ils une valeur subjective ? Comment la mesurer ? Quel est le facteur qui détermine la quantité d'un bien à échanger contre un autre ? Pour Smith le facteur c'était la valeur ; et c'était le travail qui le mesurait ; et l'argent n'était que le prix nominal du travail.

Ricardo chercha à comprendre comment le travail se transformait en profit et en rente. Il commença en transformant la notion de valeur- travail, car selon lui la valeur d'un bien était égale à la quantité de travail, direct ou indirect, nécessaire à sa fabrication, il ne s'éloigna pas trop de Smith et la théorie d'Adam Smith resta la plus importante jusqu'à ce que Jevons, Menger et Walras introduisent le marginalisme.

Vu que la théorie de Smith ne prenait pas en considération la demande et se basait exclusivement sur les coûts de production, les marginalistes dans la seconde moitié du XIXe siècle reprirent ce discours.[134]

---

[132] Ibidem.

[133] SMITH, A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, London: Methuen & Co., Ltd., 1904, http://www.econlib.org/library/Smith/smWN.html

[134] En effet la première publication à propos d'une théorie d'utilité marginale avait été écrite par Daniel Bernoulli, dans son *Specimen theoriae novae de mensura sortis*; mais elle n'avait eu aucune conséquence ; cfr. BERNOULLI, D.,

Le marginalisme se fonda sur des nouvelles notions ; la plus importante fut celle de l'utilité marginale, soit l'utilité augmentant au fur et à la mesure que la quantité disponible d'un bien diminue. Il s'agit d'un rapport entre la disponibilité et la nécessité, entre la demande et l'offre. Ce passage fut fondamental, car il incluait l'abandon de la théorie objective de la valeur et marqua la victoire de la théorie subjective.

William Stanley Jevons, né en 1835 est considéré, avec Léon Walras et Carl Menger, comme un des trois fondateurs de l'école néoclassique et de la « révolution marginaliste ». Jevons était un positiviste et partait des faits concrets. Il gagna la réputation d'économiste en publiant en 1865 le livre *The Coal Question*. Ensuite, en 1872, dans sa *Theory of Political Economy*[135] il exposa ses théories : la valeur dépend entièrement de l'utilité et, si les plaisirs et les peines sont les moteurs des actions humaines, ce ne sont pas les seuls et on a d'autres motifs qui seront traités ultérieurement.

En 1871 parut le livre du polonais – citoyen autrichien – Carl Menger, *Grundsätze der Volkswirthschaftslehre* – Notions d'économie nationale (litt. « Leçons », ou « notions » d'économie du peuple, qui dans la signification allemande veut dire ce qu'en français on appelle « la nation » dans le sens de l'ensemble du peuple) – qu'on traduit en anglais en *Principles of Economics*, titre sous lequel il est encore très connu.

Menger rejeta l'idée de fonder la valeur d'échange sur un concept de valeur quelconque et insista sur le fait que c'était nécessaire de se concentrer sur les besoins des individus et sur leur intensité. Le travail – disait-il – n'était pas la mesure de la valeur ; le capital était formé par l'ensemble des biens à disposition d'un individu et qu'il peut utiliser pour l'échange ou pour la production.[136]

Le troisième, le français Walras, professeur à Lausanne, publia en 1874 ses *Éléments d'économie politique pure, ou théorie de la richesse sociale*, en exposant une théorie de la valeur affirmant que la détermination des valeurs d'échange, soit des prix, est fondée sur le concept de "rareté" – utilité marginale.

« Specimen theoriae novae de mensura sortis », translated into German and English 1. "Die Grundlage der modernen Wertlehre : Versuch einer neuen Theorie der Wertbestimmung von Glücksfällen". German translation by Alfred Pringsheim, with an introduction by Ludwig Fick; 2. "Exposition of a new theory on the measurement of risk". English translation by Louise Sommer, from "Econometrica", vol. 22, 1954, Farnborough Hants, Gregg press, 1967. Le 1er texte est une reproduction de l'édition parue chez Duncket et Humblot, à Leipzig, en 1896. - La traduction anglaise est celle du texte latin paru dans "Commentarii Academiae scientiarum imperialis Petropolitanae", an V, 1738, pp. 175-192. La première théorie en ce sens semble avoir été exposée en 1728 par le mathématicien suisse Gabriel Cramer, en suite auteur d'une *Introduction à l'analyse des lignes courbes algébriques* (Genève, chez les frères Cramer et C. Philibert, 1750 ; http://books.google.it/books?id=HzcVAAAAQAAJ&redir_esc=y) à l'âge de 21, dans une lettre (cfr. http://archive.wikiwix.com/cache/?url=http://www.cs.xu.edu/math/Sources/Montmort/stpetersburg.pdf#search=%2522Nicolas%2520Bernoulli%2522&title=excerpted%20in%20PDF) à Nicolas Bernoulli (1687-1759), cousin de Daniel, en essayant de répondre au « Paradoxe de Saint Petersbourg ». Ce paradoxe avait été énoncé par Nicolas et disait plus ou moins : « Pourquoi alors que mathématiquement l'espérance de gain est infini à un jeu les joueurs refusent-ils de jouer tout leur argent ?» Les deux dans leur discussions introduisaient la fonction d'utilité marginale (dérivée de la fonction d'utilité de la monnaie) en postulant qu'elle décroit. Cependant, ils ne se trouvaient pas d'accord sur la fonction d'utilité, car Bernoulli disait qu'elle était un logarithme naturel et Cramer que c'était une racine carrée. Pour compléter cette note, il faut souligner que, en étant plus qu'un problème mathématique c'est un paradoxe du comportement humain face aux événements d'une variable aléatoire dont la valeur est probablement petite, mais dont l'espérance est infinie. Le mathématicien français Emile Borel jugea cette théorie intéressante sur un point de vue psychologique mais pas du tout au point de vue pratique ; cfr. BOREL, E., *Probabilité et certitude* , Paris, Que sais-je ?, 1950.

[135] STANLEY JEVONS, W., *The theory of Political Economy*, *with preface and notes and an extension of the bibliography of mathematical economic writings*, cinquième edition anglaise, téléchargéable en pdf du site web http://socserv2.socsci.mcmaster.ca/~econ/ugcm/3ll3/jevons/TheoryPoliticalEconomy.pdf

[136] CAMPAGNOLO, G., *Critique de l'économie politique classique : Marx, Menger et l'École historique*, Paris, PUF, collection « Fondements de la politique », 2004, pages 72-74.

En définitive, tous trois disaient que plus le bien était rare, plus son utilité marginale était grande et, pour revenir au paradoxe d'Adam Smith de l'eau et du diamant, l'utilité marginale de l'eau était très faible quand on en avait déjà en grande quantité, mais elle était très grande en cas de pénurie ; à son tour l'utilité marginale du diamant semblait – et semble – décroître plus lentement avec son abondance, mais néanmoins elle décroît.[137] En effet, l'eau est indispensable alors que le diamant ne l'est pas; et pourtant le diamant est bien plus cher. L'utilité marginale de l'eau sera décroissante jusqu'à ce qu'on paye le dernier verre (en considérant celui-là comme le dernier avant l'état de satiété où la consommation s'arrête car elle n'entraîne plus de satisfaction supplémentaire) à un prix très faible. Symétriquement, l'offreur, qui a encore d'autres bouteilles d'eau, sera prêt à les céder pour un prix progressivement baissant jusqu'à presque rien. Inversement, le diamant est suffisamment rare pour que sa demande reste forte, car il est difficile à trouver ; les offreurs réclament un prix élevé.
En définitive, on retrouve deux conceptions de la valeur : une subjective, l'autre objective. La première considère que c'est la désidérabilité d'un bien par le consommateur qui établit la valeur, qui alors est subjective et privée ; ici on laisse le champ de l'économie et on entre dans celui de la sociologie, ou de la psychologie. C'est seulement la notion de prix, qui est fixé par le marché ou tout autre mécanisme analogue, qui a une pertinence économique ; elle correspond à l'estimation publique de la valeur que les agents économique partagent à propos d'un bien et reflète les valeurs subjectives distinctes qu'ils attribuent à ce bien.
La conception objective voit la valeur comme le résultat d'une construction à partir de l'ensemble des coûts pour la production d'un bien ou d'un service, en partant des matériaux bruts et du travail de transformation jusqu'au résultat final mis à disposition du consommateur. Cette valeur objective est un prix particulier, obtenu à partir d'hypothèses sur la valeur des matériaux de départ, sur le processus de transformation et sur la valeur du travail requis. Elle est liée à la notion de juste prix. Par conséquent les deux conceptions, bien que diverses, ne s'opposent pas totalement et une conception subjectiviste de la valeur n'empêchait pas de faire des calculs objectifs sur la valeur ; avoir une conception objectiviste de la valeur ne peut pas interdire de reconnaitre des variations de valeurs selon les situations et les points de vue.

1.2 L'évolution historique des théories et des critères d'évaluation des entreprises en Italie de 1840 à 1940

Parallèlement à cette théorisation et ces études sur la signification et définition de la valeur, on avait le problème concret, réel, celui d'évaluer l'entreprise à vendre ou à acheter.
L'évaluation des entreprises en Italie a des racines anciennes. Si tout le monde pense que la première évaluation pratique d'entreprise est née aux Etats-Unis dans la période de la construction des grandes lignes de chemins de fer, qui présentaient leurs bilans pour donner aux banques la possibilité de comprendre s'il était judicieux ou non d'ouvrir un crédit, en Italie on fait naitre l'évaluation d'entreprise avec les œuvres de Francesco Villa, pendant la première moitié de XIXe siècle. Il faut souligner que, si à l'étranger le livre de l'abbé Galiani n'avait pas eu grande diffusion, en Italie, au contraire, il était très bien connu, lu et étudié encore un siècle après sa première parution ; on peut penser que les économistes italiens du XIXe siècle en avaient une bonne et profonde connaissance ainsi que de son livre et du concept de la valeur tel qu'il avait exposé. Mais, si le concept de la valeur était clair, c'était toute autre chose quand on cherchait à l'appliquer.
Comme d'habitude quand on a à faire aux choses à évaluer – et l'évaluation n'est autre qu'une mesure de la valeur – la première question à poser est celle de la définition de la chose à mesurer

[137] REBEYROL, A., *La pensée économique de Walras*, Montrouge (Hauts-de-Seine), Dunod, 1999,

et comment la mesurer ; si on pouvait se trouver d'accord sur le fait que la valeur est la mesure d'un patrimoine, il était nécessaire de comprendre de quoi un patrimoine était composé pour définir le champ à mesurer et donner une définition de la mesure elle-même, soit de le valeur.
Francesco Villa en 1840, à partir de sa première œuvre[138] et encore en 1850 dans son livre *Elementi di amministrazione e contabilità,*[139] commença par la fin, soit par la valeur et dit que la « *valeur* » des « d*ifférents* » « *biens* » constituant une richesse représentait une « *qualité commune* » indispensable pour pouvoir parler de « *parties constituant un patrimoine* », en considérant alors le patrimoine comme une agrégation de valeurs. Villa, en peu de mots, eut la perception que la dimension quantitative monétaire est un élément d'agrégation des différentes composantes patrimoniales. Il se posa le problème de mesurer le patrimoine dans son ensemble et il parla de la variété de l'aspect qu'un capital pouvait avoir, y compris les capitaux non matériels qui prennent une forme seulement dans le cas de la cession d'un magasin, soit d'une petite entreprise de vente au détail. Dans ce cas il parlait du facteur capable d'accroitre la capacité de « *donner des produits* », soit de l'élément du « *crédit* » que l'entreprise avait gagné dans sa clientèle, ou, si l'on préfère, de la confiance qu'elle avait su bâtir dans sa clientèle grâce à la bonne qualité de ses marchandises et à l'honnêteté de ses prix et qui, dans le cas de la cession de l'entreprise, se transformaient en un prix supérieur à la valeur du capital matériel cédé, prix que le propriétaire pouvait demander et obtenir par l'acheteur. Sans trop entrer dans des détails, on peut passer dans l'évolution de la pensée italienne à Giuseppe Cerboni,[140] qui développa cet aspect en considérant l'entreprise comme une émanation de la personnalité de l'entrepreneur.[141]
Cerboni avait été admis dans les rôles de la section du matériel et des comptes du ministère de la Guerre du Grand-duché de Toscane, après quatre années d'apprentissage ; il participa à la campagne d'Italie de 1848 dans l'artillerie et ensuite passa à la Gendarmerie toscane comme «agent payeur et aide du livre des comptes», avec la tâche d'organiser la gestion administrative et comptable de cet organisme. Le résultat de cette mission fut sa première publication, soit le *Règlement des détails de l'administration de l'entreprise et le stock de vêtements de l'I. R. Gendarmerie Toscane*.[142]
Une fois tombé le Grand-duché en 1859, Cerboni, qui était devenu capitaine d'infanterie, eut de par le ministre de la Guerre du gouvernement provisoire la tâche de mettre en ordre les comptes et de livrer au nouvel Etat la situation administrative de l'armée toscane. Le 19 mars 1861, deux jours après la proclamation du Royaume d'Italie, Cerboni, en sa qualité de «*chef de section de la comptabilité dans l'armée du disparu Ministère toscane de la guerre*», donna sa *Relation sur l'état militaire de la Toscane et du rendement de comptes de cette administration du 1 janvier 1859 au*

[138] VILLA, F., *La contabilità applicata alle amministrazioni private e pubbliche ossia elementi di scienze economico-amministrative applicanti alla tenuta dei registri, ed alla compilazione e revisione dei rendiconti,* Milano, Angelo Monti, 1840.
[139] VILLA, F., *Elementi di amministrazione e contabilità,* Pavia, s.i., 1850.
[140] Voir "Cerboni Giuseppe" dans GIOVANNELLI, Lucia, *La Valutazione d'azienda - osservazioni sull'evoluzione dottrinale*, Pisa, il Borghetto, 1995; CORONELLA, S., *Biografie di ragionieri illustri*, Naples, università Parthenope, s.d. et dans *Dizionario Biografico degli Italiani*, Volume 23, paru en 1979, sur http://www.treccani.it/enciclopedia/giuseppe-cerboni (Dizionario-Biografico)/
[141] CERBONI, G., *Quadro di contabilità per l'applicazione della partita doppia (metodo logismografico) della Ragioneria Generale dello Stato*, Roma, Stamperia Reale, 1877; *La ragioneria scientifica e le sue relazioni con le discipline amministrative e sociali*, Roma-Firenze, Loescher, 1886; *Saggio riassuntivo dei concetti filologico-tecnici formanti il sistema grafico-razionale logismografico per le funzioni e pei fatti amministrativi dell'azienda economica*, Roma, tipografia elzeviriana, 1902.
[142] CERBONI, G., *Regolamento di dettaglio per l'amministrazione della compagnia e del magazzino d'abbigliamento dell'I. R. Gendarmeria toscana*, Firenze, 1851.

31 mars 1860.[143] Il y indiquait la rédaction de comptabilité à double entrée, soit la comptabilité en partie double, comme le meilleur de la Toscane – en faisant allusion à la tradition venant de la *Summa de Arithmetica*, de Luca Pacioli[144] publiée en 1494 – et comme la méthode infaillible, si l'on voulait descendre à l'analyse par synthèse des parties, ou si l'on voulait aller de l'analyse particulière à la vision générale.

Bien accueilli par le nouvel Etat italien, ce système vit en 1866 la première étude théorique de Cerboni, *De l'organisation de la comptabilité de l'État.*[145] Après le débat sur l'unification administrative, Cerboni présenta par écrit la comptabilité à double entrée comme une solution correcte non seulement des questions techniques, mais aussi politiques et administratives, telles que la responsabilité ministérielle et la relation entre le ministre et les directeurs généraux à travers le « *placement de chaque transaction dans les comptes de trois actions, organisationnelle, administrative et cessative* »[146] le dernier mot voulant signifier les actions liées à la fin et liquidation d'une activité administrative. La distinction entre les fonctions ministérielles, les fonctions périphériques des organes et les fonctions des organes de contrôle devait être faite, selon lui, adoptant la même écriture, non seulement au niveau du budget « synthétique », mais aussi pour tous les comptes du gouvernement central « analytiques » et territoriaux.

En 1867, il devint membre de la commission pour la réforme de la comptabilité de l'Etat et en décembre le secrétaire général du ministère des Finances le chargea d'étudier les comptes de la perception des impôts directs, afin d'assurer une transmission plus rapide des documents à la Cour des comptes. Dans ses conclusions, Cerboni proposa un système de trois comptes principaux, qui étaient étroitement liés, tous les trois caractérisés par les voix « donner » et « avoir » (soit les vois « débit » et « crédit » de la comptabilité), sauf que : dans celui de l'Administration générale de l'État le « donner » correspondait aux montants versés à la Trésorerie et l'« avoir » aux impôts votés ; dans celui de l'Administration des impôts directs, les « donner» étaient composés par les impôts votés et l'« avoir » par les rôles de perception, les charges d'exploitation, etc. et, enfin, dans le compte des agents de collecte, le « donner » était composé par les ordres de recouvrement, et l'« avoir » par les chiffres introduits dans les caisses de l'Etat.[147]

Ce fut l'écrivain et linguiste italien Nicolò Tommaseo qui suggéra à Cerboni d'appeler « logismografico » son système comptable, en jouant sur de multiples significations du mot grec « λογισμός » («compte», mais aussi «intellect», «raison»), comme pour donner une sorte de valeur philosophique à ses théories. Cerboni était convaincu d'avoir jeté les bases d'un nouveau

---

[143] CERBONI, G., *Relazione sullo stato militare di Toscana e rendimento di conti della correspettiva amministrazione dal 1° genn*. *1859 al 31 marzo 1860*, Firenze, 1861.

[144] PACIOLI, L. B. de', *Summa de arithmetica, geometrica, proportioni et proportionalita - Tractatus XI particularis de computis et scripturis,* Venise, 1494. L'édition publiée en 1523 par Paganino à Toscolano (aujourd'hui Toscolano Maderno, dans la province de Brescia, en Lombardie, sur le Lac de Garda) est téléchargéable sur le site http://www.e-rara.ch/zut/content/titleinfo/2683230 le chapitre occupe la place et a le titre « Ordine a tener ogni conto. e scripture. e del quaderno in vinegia», mais à la page 198 on retrouve déjà la « Tavola del Quaderno » divisée en 36 parties, où la 14e est « Del modo a postare le partite del giornale in quaderno. e perché de una in giornale se ne facia doi : in quaderno : e del modo a depēnar le partite in ditto giornale, e de li doi numeri de le carti del quaderno che in le sue margine si pone: e perché». Le système de la partie double était déjà utilisé par les banques italiennes au moins depuis la fin du XIIIe siècle et c'est bien possible qu'il fut plus ancien, car dans le papyrus égyptien Boulaq 18, remontant à la IIIe dynastie, soit à 1700 a.C., on a déjà des comptes tenus en partie double, soit, comme l'on sait, en représentant les opérations et la situation financière d'une entreprise, ou de quelque organisation avec une tenue de comptes, où chaque compte contient l'historique des modifications de la valeur monétaire d'un aspect particulier de l'organisation elle-même à travers l'enregistrement d'écriture dans au moins deux comptes, soit un compte débité et un compte crédité.

[145] CERBONI, G., *Sull'ordinamento della contabilità dello Stato*, Firenze, 1866.

[146] CERBONI, G., Idem, pages 35-36.

[147] CERBONI, G., *Cagioni che impedirono ed impediscono lo assetto della contabilità delle imposte dirette*, Firenze, 1869.

système de pensée, dont le sommet était le "logismologia", c'est à dire la science des premiers principes de comportement rationnel de l'homme dans la société, d'où partent l'économie politique, la statistique et la science de l'administration au sens étroit. La comptabilité dans sa signification traditionnelle – définie par Cerboni comme « *L'application technique des lois qui régissent l'organisation administrative et comptable de l'entreprise* » – était donc une simple branche de la science administrative.

Dans les périodes suivantes, Cerboni s'éloigna progressivement des versions alors actuelles de la comptabilité en partie double, qui, selon lui, n'étaient pas aptes à représenter la complexité des faits de l'organisation de l'Etat. Préalablement à l'utilisation de chaque technique comptable on devait identifier les personnes à qui remettre les comptes. Selon Cerboni, autant pour l'entreprise privée que pour la publique, les sujets principaux étaient deux : le « propriétaire » et les « agents et correspondants » sur la base de relations juridiques de crédit et d'endettement. C'était une théorie qui fut définie « personnaliste » et « juridique » et où l'identification des deux principaux sujets permettait, selon Cerboni, de dépasser les difficultés liées à la relation entre les comptes financiers et les bilans de la société.

Dans les comptes de l'Etat, le bilan était donné par deux comptes de base, celui de l'État (indiqué par le symbole A, dans lequel le « donner » était le patrimoine passif ou la diminution de l'actif ; et par celui marqué B, qu'était celui des débiteurs et des créanciers de l'Etat, les acteurs, etc., où le « donner » était l'actif et l'« avoir le passif de l'Etat.

Le bilan donnait lieu à son tour à deux séries de comptes : les recettes entre l'État (C) et les officiers de revenus (D) – ces derniers étant l'homme chargé de recueillir l'argent – et celles des coûts entre l'Etat (E) et l'ordonnancement des dépenses (F), où le «donner» et l' « avoir » sont, respectivement et réciproquement, les dépenses et les recettes attendues et mesurées. Les symboles A, B, C, D, E, F servaient à Cerboni à reconstruire analytiquement, dans un compte distinct appelé « svolgimenti », la formation des éléments individuels (pour les chapitres budgétaires pour les articles, etc.).

Une autre innovation de Cerboni était d'avoir fusionné la revue en décrivant les opérations en les énumérant par ordre historique, avec le livre, qui devait contenir le débit et les comptes de crédit. Ces concepts furent exposés dans de nombreuses conférences et publications et dans ses deux ouvrages théoriques : *Logismografia. Recomposition des projets et exemples donnés par écrit à présenter à double entrée commune dans le grand livre du Royaume d'Italie*[148] et *La comptabilité scientifique et de ses relations avec les disciplines administratives et sociales, I, Les prolégomènes ; II, La méthode*.[149]

Après 1890 le système commença à décliner car les difficultés techniques dans l'application de sa méthode, en particulier par les administrations périphériques, étaient grandes.

En plus, au sein de la discipline s'étaient constituées des dérivations doctrinaires comme celle de Fabio Besta, professeur de comptabilité à l'Université CÀ Foscari de Venise. On reprochait à la méthode logismografico une approche personnaliste, en s'opposant à une approche selon les types de sociétés, et, quant à la technique des écritures des comptes, on soutenait que les « svolgimenti » auraient donné lieu à une série d'enregistrements sans fin. Moins critiquée, cependant, était sa philosophie qui fut transmise en partie aux autres écoles.

Cerboni fut le chef de l'« Ecole toscane », qui eut entre ses « élèves » Giuseppe Massa.

---

[148] CERBONI, G., *Logismografia*. *Ricomposizione dei progetti e degli esempi proposti per introdurre la scrittura in partita doppia comune nella contabilità generale del Regno d'Italia*, Roma, 1878.

[149] CERBONI, G., *La ragioneria scientifica e le sue relazioni con le discipline amministrative e sociali*, I, *I prolegomeni*; II, *Il metodo*, Rome, 1886.

Enseignant, puis député au parlement, Massa[150] participa à la discussion théorique qui, entre la fin du XIXe et le début du XXe siècle, caractérisa la comptabilité italienne, aboutissant en grande partie dans le développement de cette discipline et de l'économie d'entreprise.
Elève de Cerboni, Massa pensait que la doctrine des comptes aurait dû se fonder avant tout sur une « base juridique » ou au moins « pseudo-juridique » et non purement économique. En ce sens, quand les théories de Fabio Besta furent exposées, il trouva de plus en plus la logismografia incapable de représenter un niveau adhérant à la réalité complexe de l'entreprise capitaliste, trop dépendante de la vision de Cerboni, à son tour trop lié à ce qu'il devait faire en grand-commis de l'État et doté d'une vision limitée.
À partir de 1884 Massa admit que le travail de Cerboni n'était pas parfait. Quant à lui, il était convaincu de la nécessité de la séparation entre la « ragioneria », la « comptabilité » et la « computisteria »[151] et entre elles et la même « logismografia » aussi. De plus, il pensait que la raison d'être de la comptabilité devait être dans le contrôle de comptes. Donc, la comptabilité devait se relier aux fondements de l'économie politique et se diviser en « comptabilité générale », « comptabilité appliquée » et « comptabilité professionnelle », pour donner une idée exacte des différents études – administratifs et de la comptabilité – et pour conserver une référence à la gestion économique et financière de l'administration-entreprise.
La comptabilité était le moyen d'évaluer le patrimoine, bien entendu, mais il restait à définir quel patrimoine. Massa parlait du patrimoine évaluable, qui était « *composé par les capitaux à partir desquels on peut déterminer la valeur avec une quantité d'argent et qu'on peut céder d'une personne à une autre* » et de patrimoine non évaluable « *composé par des forces utilisables de la personne.* »[152]
Il voulait l'évaluer pour en déterminer la vraie valeur, exprimée par la valeur courante, en considérant qu'à son avis les entités patrimoniales se divisaient en deux catégories : celles qui donnaient lieu à des échanges fréquents pour lesquelles on pouvait adopter un critère d'estimation comme « prix courant de marché » et celles qui par leur nature avaient une autre valeur sur le marché grâce à la rente produite ; pour ces dernières le critère d'estimation était la détermination du capital correspondant à leur rente nette.

[150] Pour plus de détailles sur sa vie, voir "Massa Giovanni", dans GIOVANNELLI, L., *La Valutazione d'azienda - osservazioni sull'evoluzione dottrinale*, Pisa, il Borghetto, 1995; CORONELLA, S., *Biografie di ragionieri illustri*, Naples, università Parthenope, s.d. et dans le *Dizionario biografico degli Italiani*, vol. 71, paru en 2008, http://www.treccani.it/enciclopedia/giovanni-massa_(Dizionario-Biografico)/

[151] Ragioneria, contabilità, computisteria en italien sont trois choses différentes, qu'en Français on traduit par « comptabilité ». La « Ragioneria » est la science ayant entre ses branches la comptabilité vraie et propre ; elle s'occupe du relevé des phénomènes dans l'entreprise et de leur transposition en écritures comptables pour donner à la direction de l'entreprise et à quiconque toute information nécessaire au contrôle et à la décision. La « Contabilità » est l'enregistrement, la classification, récapitulation interprétation et communication des informations financières relatives au commerce. La « *Computisteria », enfin, est l'application de l'arithmétique à l'activité commerciale, ou mieux, est « la discipline qui se rapporte à la résolution des problèmes qui se posent dans l'évaluation des faits et de l'administration économique des entreprises et la démonstration dans toutes les formes de perspective qui pourraient être nécessaires.*
Les calculs relatifs aux opérations à court terme, tels que les intérêts, les remises et leur application à des comptes courants et des taux de change, l'articulation de la règle appropriée, la ventilation, etc., Toutes les opérations à long terme, telles que les intérêts et l'escompte composés et leur application pour la détermination de la capitalisation et de l'amortissement annuel des dettes, rentes, etc., sont le sujet principal de l'étude de la comptabilité. » (cfr. *Enciclopedia italiana*, ad vocem http://www.treccani.it/enciclopedia/computisteria_(Enciclopedia-Italiana)/)

[152] MASSA, G., *Trattato completo di ragioneria*, Milano, Gelmetti, 1908, page 2.

À la fin du siècle XIXe un autre élève de Cerboni, Luigi Rossi, donna la définition de l'évaluation comme « *assignation de la valeur économique ou de change à une ou plusieurs richesses.* »[153]
Il fit une distinction en classant les principes d'évaluation économique-patrimoniale en :

1) Biens considérés singulièrement et droits patrimoniaux en général, à distinguer en deux classes : ceux capables de donner une rente et ceux qui n'en étaient pas capables ;
2) Patrimoine ;
3) Entreprises de production ;[154]

Rossi faisait deux différentes évaluations. Une était celle des biens réels, tels que terrains, bois, bâtiments, outils, machines, marchandises, crédits, canons, pensions, titres de crédit publique, passivités etc. ; l'autre était celle du patrimoine, car, selon Rossi, l'évaluation des biens réels n'était guère suffisante pour obtenir la valeur du patrimoine, parce qu'on avait à considérer des biens immatériels, car :

> « *dans les entreprises économiques de production il faut considérer les frais de fondation et de mise en activité, comme s'ils étaient une activité réelle, au moins tant que l'entreprise dure*» [155]

Mais le véritable progrès se passa dans les années de 1880 à 1900 avec la discussion provoquée par l' « Ecole vénitienne » qui se forma autour de Fabio Besta, suivie par la parution de son œuvre *La Ragioneria* à partir de 1891.[156]
Besta, professeur à l'Université de Venise,[157] étudia la comptabilité italienne du Moyen Age et une bonne partie du troisième et dernier volume de *La Ragioneria*, qui fut publié en 1916, concerna l'histoire de la comptabilité, en commençant par l'origine de la méthode de la partie double et en analysant les écriture comptables des entreprises médiévales italiennes, sans oublier de traiter des théories des comptes italiennes et étrangères. Il fut l'inventeur du "Système patrimonial", utilisé en Italie à partir des années 1920 et qui fut adopté presque dans tout le monde sous le nom de « Système Patrimonial Anglo-saxon ». Besta reconnait la présence dans le patrimoine individuel de diverses composantes, telles que crédits, dettes, mise en activité, secrets de fabrication, mais il les estimait comme des « *conditions pour la future acquisition de biens* » en considérant comme éléments du patrimoine les biens futurs qui seront achetés dans le futur grâce aux conditions présentes. Le patrimoine, qui est le centre des considérations de Besta, était lié à l'entreprise, qui, à son tour, était un « *ensemble d'événements, ou affaires, ou rapports administratifs relatifs à un ensemble de capitaux qui compose un ensemble à part*.»[158]
Il se concentra sur la dynamique des opérations pour observer et mesurer la valeur dynamique du patrimoine dans son ensemble et dans ses parties, avec une approche patrimoniale concentrée sur chaque aspect, d'abord le plus petit, pour avoir ensuite une vision d'ensemble. Selon lui, la valeur d'une entreprise mise en activité était donnée par l'évaluation de chaque élément du

[153] ROSSI, L., « Valutazione » dans CERBONI, G., (sous la diréction de), *Enciclopedia di amministrazione, industria e commercio*, Milano, Vallardi, 1895, page 963.
[154] ROSSI, L., opus cité, page 964.
[155] ROSSI, L., opus cité, page 969.
[156] BESTA, F., *La Ragioneria.* On a utilisée ici l'édition publiée à Milan, par l'éditeur Vallardi en 1922.
[157] Cfr. GIOVANNELLI, L., *La Valutazione d'azienda - osservazioni sull'evoluzione dottrinale*, Pisa, il Borghetto, 1995; CORONELLA, S., *Biografie di ragionieri illustri*, Naples, università Parthenope, s.d. et dans *Enciclopedia Italiana* sur le site http://www.treccani.it/enciclopedia/fabio-besta/ ainsi que ad vocem dans le *Dizionario di economia e finanza*, 2012, sur http://www.treccani.it/enciclopedia/fabio-besta_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/
[158] BESTA, F., *La Ragioneria*, 3 volumes, Milan, Vallardi, 1922, volume 1, page 3

patrimoine ; il donnait les critères d'évaluation des biens – prix courant, coût, quota d'amortissement, valeur nominale – en passant peu après à l'évaluation du capital circulant – monnaie, produit, marchandise et bien de consommation – des immeubles et des rentes, crédits et dettes de tout genre. Il soulignait que le propriétaire, dans le cas de la vente de l'entreprise, cédait soit un ensemble de biens patrimoniaux, soit une perspective de gain – qu'il appelait : « *perspective d'excès de résultats normaux sur les résultats moyens, communs, d'entreprises non privilégiées.* »[159]

Enfin, Besta soulignait encore qu'il était nécessaire de considérer que cette « *perspective d'excès de intérêts normaux* » ne dépendait pas seulement de la richesse et des dotations de l'entreprise, mais de l'habileté de l'entrepreneur, soit de quelque chose qu'il ne pouvait pas négocier ni vendre ; c'était pour cela qu'il faisait séparer la part de profit générée par l'habileté de l'entrepreneur de celle liée à l'entreprise elle-même, car cette dernière seule aurait été à considérer pour l'évaluation et la définition du prix. Cette approche de Besta fut définie « patrimoniale-atomistique. »[160] Selon Besta, la solution du problème de l'assignation d'une valeur à une entreprise devait commencer en tenant préalablement compte de sa cession éventuelle et en faisant soit l'évaluation analytique des parties constituant le patrimoine matériel et immatériel, soit l'évaluation séparée et autonome de la valeur à donner à la mise en activité. En conséquence, la valeur de l'ensemble de l'entreprise serait donnée par la somme des valeurs de chaque élément du patrimoine et de la valeur attribuée à la mise en activité. Tout ça en ayant compris qu'on avait aussi des caractéristiques subjectives et objectives, internes et externes, transférables ou non, qui composaient un ensemble de conditions avec une forte influence sur la possibilité de gagner autant, ou plus, de biens dans un futur plus ou moins proche.

L'évolution dans la pensée italienne eut lieu avec Gino Zappa, élève de Besta, depuis 1906 professeur à l'université de Gènes et qui fut le premier en Italie à avoir une vision globale, du système ou, comme on l'appelle en Italie « sistemica », se référant soit à l'entreprise, soit aux disciplines de la comptabilité, de la gestion et de l'organisation, soit, enfin, au capital et aux problèmes d'évaluation d'entreprises.

Zappa comprit l'importance de la dimension économique des entreprises ; on peut le voir dans l'évolution de sa pensée, car il passa d'une définition d'entreprise telle que « *coordination économique en action créée et réglée pour satisfaire des besoins humains* »[161] au début de ses études, à celle, donnée vers la fin, cinquante ans après, d'entreprise en « *institution économique destinée à perdurer*. »[162] Selon Zappa, le capital devait être considéré du point de vue comptable et économique. Du point de vue comptable c'était « *l'ensemble des valeurs qui, à un certain instant, sont à la disposition d'une certaine entreprise* » ; du point de vue économique :

> « *les bien capitaux considérés dans l'aspect économique sont à considérés interdépendants car ils sont des parties qui composent un capital : ils sont des biens complémentaires ou coordonnés, car les uns unis aux autres présentent une utilité corrélative.* »[163]

[159] BESTA, opus cité, volume 2, page 403.

[160] Cette définition fut donnée par A. AMADUZZI en traitant de Gino Zappa et de sa pensée et technique et en en faisant une comparaison avec les analystes et théoriciens précédents – y compris Besta – à la page 29 de son essai *Il pensiero scientifico di Gino Zappa,* dans « Saggi di Economia Aziendale e Sociale in memoria di Gino Zappa », Milano, Giuffré, 1961.

[161] ZAPPA, G., *Le valutazioni di bilancio con particolare riguardo ai bilanci delle società per azioni,* Milano, Istituto Editoriale Scientifico, 1927, page 30. La première édition de ce travail fut publiée en 1910.

[162] ZAPPA, G., *Le produzioni nell'economia delle imprese,* Milano, Giuffré, 1957, page 37.

[163] ZAPPA, *Le valutazioni di bilancio cité*, page 69-70.

La « *coordination économique en acte* » était importante, car il était nécessaire de trouver une valeur qui pouvait représenter à travers la monnaie – c'est-à-dire en unité de mesure – la nature à la fois objective et subjective de l'entreprise. Et si la première était relativement facile à évaluer, ce n'était pas la même chose avec la seconde, car, s'il était vrai que selon lui le capital n'était pas la seule source de gains, car il avait besoin d'être dirigé par l'intelligence de l'homme, alors le capital était le moyen, l'outil à disposition, mais c'était l'homme avec son intelligence et ses forces qui devait accomplir le travail et se conformer aux buts de l'entreprise.[164]
Zappa considéra la question de la mise en activité de toute autre manière : ce qui était à évaluer était l'entreprise mise en activité ou son capital ; et il considérait le capital comme un complexe économique capable de donner origine à la production.
En 1937 Zappa donna une définition comptable du capital : le capital était le résultat d'une évaluation économique de l'ensemble économique et de l'entreprise.[165] Selon lui le capital n'était pas la valeur de l'entreprise au moment de sa vente, soit son prix, mais « *une valeur unique, résultant de la capitalisation des revenus futurs* »[166] parce que, comme il dit :

> « *les œufs et les fruits n'ont pas de valeur sur le marché parce que le poulet et l'arbre ont une certaine valeur, mais le poulet et l'arbre, en tant qu'investissements productifs, ont une valeur car œufs et fruits permettent un certain gain... Dans un sens économique, donc, le capital est déterminé par le revenu, s'il est permis de le dire aussi, et le revenu n'est pas déterminé par le capital.* »[167]

C'était en contradiction avec la doctrine de la période qui disait que le revenu était un flux de richesses qui avait sa source dans le capital ; mais il trouva une solution en disant que la valeur attribuée par lui à l'entreprise était celle de l'entreprise dans son ensemble, tangible et intangible, présente et future, la mesure de l'ensemble de l'entreprise, du système entreprise, c'était la mesure « systémique ».
C'était bien du point de vue théorique, mais du point de vue pratique ce n'était pas facile à appliquer et en Italie on eut une diffusion croissante de systèmes dérivés de l'approche patrimoniale-atomistique de Besta, approche qui donnait des éléments concrets pour l'évaluation.
M. Pietro Onida, professeur à l'université de Rome La Sapienza, fit justement noter que l'introduction de la mise en activité dans les comptes à faire pour l'évaluation était trompeuse, car, vu que :

> « *la valeur de l'entreprise mise en activité est en fonction de la « rentabilité »*[168] *de la gestion ; pour diviser correctement cette valeur*

[164] Idem, pages 261-62.
[165] ZAPPA, G., *Il reddito d'impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Milano, Giuffré, 1937, page 99-100.
[166] Idem, page 96.
[167] Idem, pages 97-98.
[168] La "Redditività", qu'on a traduit ici avec le mot "rentabilité", de l'entreprise indique le pourcentage de revenu perçu par les actionnaires qui ont investi leur argent ou leurs biens dans l'entreprise. L'indicateur du rendement du capital investi dans la société des personnes est donnée par le ROE (return on equity) qui est le résultat de la relation entre le bénéfice net et les capitaux propres.
Cet indice doit être comparé avec le même indice des années précédentes, et avec celui d'autres sociétés du même secteur pour être en mesure d'exprimer une opinion en terme positif ou négatif. En comparaison avec d'autres formes d'investissement, il doit y avoir au moins des formes supérieures de l'investissement qui ont un faible niveau de

entre les éléments utilisés, mais considérés un par un, il serait nécessaire de déterminer la partie de « rentabilité » *à attribuer à chacun d'eux.* »[169]

Mais, ajouta-t-il, la « rentabilité » ne peut pas être fractionnée entre ses éléments car elle est la conséquence de leur combinaison et, plus exactement, d'un seul type de combinaison ; alors – selon Onida – il n'est pas possible de déterminer la valeur de la mise en activité en actualisant une fraction de la « rentabilité » de l'ensemble.
En citant les études de MM. D'Ippolito,[170] de Minico[171] et Amodeo[172] de l'école napolitaine, il disait qu'il aurait été opportun de se concentrer sur la recherche d'une valeur technique du capital, qui pouvait vraiment orienter les évaluations de bilan et du budget pour trouver ou indiquer un résultat économique de l'exercice.
Sans entrer dans trop de détails, il suffira de dire que, selon l'école napolitaine, dans une dimension idéale et rationnelle, mais éloignée de la réalité, le bilan devrait exprimer la valeur économique du capital, parce que :

« *seulement de cette façon les aspirations… de celui qui ne veut pas risquer les résultats de rente futurs et veut maintenir un flux de rente au moins normal, pourraient avoir….. du succès* »[173] en remarquant tout de suite que : « *le bilan d'exercice n'est pas fait pour démontrer la valeur de l'entreprise considérée comme un complexe fonctionnant, mais pour déclarer le revenu qu'on assigne à l'exercice.* »[174]

1.3 L'évolution de l'évaluation d'entreprise dans le monde jusqu'aux années 1980
La question fit l'objet de débats à l'étranger.
En 1936 Ronald Aylmer Fisher, publia son essai *Usage des mesures multiples dans les problèmes taxonomiques,*[175] qui ensuite donna la méthodologie à Edward Altman pour son concept du « Z score » et dit que quand deux, ou plus de deux, populations ont été mesurées, on trouve un intérêt tout particulier dans certaines fonctions mathématiques linéaires de la mesure qui permettent de mieux trier les dites populations. À l'origine ce système, dit du « test de Student » avait été trouvé par William Gosset en 1908[176] et ensuite avait été utilisée dans la crainiométrie

---

risque, tels que les obligations d'Etat. Le rendement doit être plus élevé parce que l'entité commerciale, contrairement aux obligations d'Etat, a un niveau de risque et donne la possibilité de ne pas avoir un bénéfice.
[169] ONIDA, P., *I finanziamenti iniziali d'impresa*, Milano, istituto Editoriale Scientifico, 1931, page 381.
[170] D'IPPOLITO, T., *La valutazione delle aziende in avviamento*, Milano, Giuffré, 1936 (première édition, suivie par celles de 1946 et, publiée par Abbaco, à Palerme, de 1955 ; *L'avviamento: la valutazione delle aziende avviate e di quote parti di esse. L'avviamento commerciale e l'avviamento imponibile fiscalmente,* Palermo, Abbaco, 1963.
[171] DE MINICO, A., "La picconata dell'avviamento", dans "Economia Aziendale", anno I, numéros, 3-4-5, janvier-mars, 1946.
[172] AMODEO, D., *Contributo alla teoria delle valutazioni nei bilanci d'esercizio*, Naples, Giannini, 1938.
[173] AMODEO, D., "Avviamento e riserva occulta: un accostamento", dans *Studi di Ragioneria e Tecnica economia – scritti in onore del professor Alberto Ceccherelli*, Firenze, Le Monnier, 1960, page 50.
[174] AMODEO, D., idem, page 51.
[175] FISHER, R. A., "The Use of Multiple Measurements in Taxonomic Problems", dans "Annals of Eugenics", no. 7, 1936, page 179.
[176] Cette technique, qui à l'origine servait pour mesurer la qualité dans la production de la bière, s'appelait et s'appelle « test t » ou « test de Student », et c'est un ensemble de tests d'hypothèses paramétriques où la statistique calculée suit la loi de Student lorsque l'hypothèse nulle est vraie.
Ce test fut inventé ne 1908 par l'anglais William Sealy Gosset, qui travaillait pour la compagnie productrice de bière Guinness à Dublin. M. Guinness voulait améliorer sa production en employant les systèmes biochimiques et statistiques et M. Gosset trouva le « t test » pour contrôler d'une façon rapide et simple la qualité de la bière. Son

par E. S. Martin et par Mme M. Barnard pour mieux démontrer une tendance progressive le long d'un siècle. Fisher employa ce même système pour mesurer 50 plantes de fleurs de deux types différents et se posa la question de savoir quelle fonction linéaire des quatre mesures faites aurait maximisé le rapport de différence entre le cas spécifique et les déviations statistiques normales dans cette espèce.

Quand, à partir de l'après guerre et surtout pendant les années 1950 et 1960, il y eut un grand progrès dans l'évaluation des entreprises, William H. Beaver reprit ce concept et l'appliqua dans le domaine de l'économie. En 1966 il discuta sa thèse de doctorat et la publia en forme d'articles sous le titre « Financial Ratios As Predictors of Failure »,[177] repris et suivis quatre ans après par le travail de Jarrod H. Wilcox *Simple theory of Financial ratios as predictors of failure.*[178]

Le travail de M. Beaver fut publié encore en 1968 ; il avait fait du bruit dès sa première parution, parce qu'il avait été le premier à appliquer une méthode statistique, le « T-test », pour prédire la faillite de quelques entreprises identifiées dans un ensemble de compagnies à l'apparence tout à fait semblables, voire identiques. Beaver appliqua la méthode pour évaluer l'importance de chacun des indicateurs, en les utilisant – chacun d'eux – seulement un par un.

Peu après Edward Altman perfectionna ce système et en développa son Z-score.[179]

Comme on le sait, le « Z score » est un indicateur utilisé pour comprendre s'il y a ou non des possibilités de faillite pour une entreprise.

Altman avait cherché une formule valable pour des entreprise publiques de production aux chiffres d'affaires d'au moins un million de dollars, et il avait examiné 66 entreprises : 33 en bonne et 33 en mauvaise condition. A l'origine la validité du « Z score » fut trouvée bonne, car dans 72% des cas il était capable de donner des prévisions correctes deux ans avant la faillite, avec une erreur de 6% ; elle s'améliora et, dans une série des tests subséquents pendant les 31 années suivantes, soit jusqu'en 1999, le niveau moyen de précision du modèle se plaça entre 80 et 90% quand il s'agissait de prédire la faillite un an avant qu'elle se produise, avec un erreur de 15 à 20% et avec un maximum de résultat correct de 95%.[180]

À partir de 1985, le système « Z-score » fut de plus en plus adopté par les entrepreneurs, les contrôleurs des comptes et aussi par les systèmes de bases de données utilisés pour évaluer les entreprises et l'opportunité de leur accorder des emprunts. L'approche d'Altmann fut bientôt utilisée d'une façon de plus en plus fréquente et, dans ses développements suivants, fut adapté

---

travail fut publié en 1908 dans la revue « Biometrika », mais, comme il fut obligé d'utiliser un pseudonyme, qui fut « Student » – étudiant – le test fut connu en test de Student.

[177] BEAVER, W. H., "Financial Ratios As Predictors of Failure", dans "Journal of Accounting Research", Vol. 4, 1966, pp. 71-111.

[178] WILCOX, J. H., « *Simple theory of Financial ratios as predictors of failure* » a working paper of the Sloan School of Management (no. 495-70) – Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Mass. December 1970.

[179] ALTMAN, E. I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", dans "Journal of Finance", September 1968, pp.189–209. L'étude ne s'arréta pas là, car Altman publia avec R. HALDEMAN et P. NARAYANAN, "Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations", dans "Journal of Banking & Finance", no. 1, 1977 et, sans citer des autres travaux, encore en 2002 "Corporate Distress Prediction Models in a Turbulent Economic and Basel II Environment", New York University (NYU) - Salomon Center; New York University - Department of Finance, September 2002, NYU working paper numéro S-CDM-02-11, téléchargéable dans le site http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1295810; et en sa version numéro FIN-02-052 de par http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1294424 . Il est à rappeler que dans la même université et dans le même Salomon Center se trouvent d'autres grands théoriciens et, entre autres, Baruch Lev et Aswath Damodaran.

[180] ALTMAN, E. I., "Predicting Financial Distress Of Companies: Revisiting The Z-Score and Zeta Models," July 2000, ce document était une adaptation et amelioration née de ALTMAN, E. I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," cite et "Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations," cité aussi.

aux compagnies privées – version dite « Altman Z'-Score » – et à celles qui ne sont pas des industries, avec la version « the Altman Z"-Score ».
Pour ce travail, il faut mentionner le fait que les modèles d'Altmann ne sont pas recommandés pour l'évaluation des compagnies financières, car elles disposent d'autres modèles à suivre, plus aptes à leurs caractéristiques.
En 1953 Sir Maurice George Kendall publia « The Analytics of Economic Time Series, Part 1: Prices»[181] et y écrit que le mouvement de la valeur des actions sur le marché est aléatoire, c'est à dire qu'elles pouvaient augmenter ou baisser un certain jour comme cela se passait. Cette hypothèse aboutit à l'énonciation de la « Random Walk Hypothesis » - Hypothèse de la promenade (ou de la marche) aléatoire – et à la relative « Efficient Market Hypothesis » – hypothèse du marché efficace – qui dit que les mouvements aléatoires des prix indiquent que le marche fonctionne bien.
Ce concept de la marche aléatoire fut repris après quelques années par Eugene Francis Fama qui, déjà dans sa thèse de doctorat soutenue à Chicago en 1964, conclut que les variations des prix des actions étaient aléatoires et suivaient une marche aléatoire *(random walk)*. La thèse fut publiée en janvier 1965 dans le « Journal of Business », sous le titre « The Behavior of Stock Market Prices » et peu après fut présentée d'une façon moins technique comme « Random Walks In Stock Market Prices », publié dans le « Financial Analysts Journal » en 1965 et sur « Institutional Investor » en 1968. En substance la thèse, outre à dire que le mouvement des prix des actions suit une marche aléatoire, énonça l' « Hypothèse d'efficience des marchés » exposée dans un autre article *« Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work »* paru en mai 1970 dans le « *Journal of Finance* ». Fama proposait deux concepts fondamentaux pour définir les marchés comme efficients : leur niveau d'efficience et la démonstration de l'incompatibilité d'un équilibre des marchés et de son efficience.
Le niveau d'efficience des marchés se divise en trois :

– efficience forte, ou S « strong »;
– efficience semi-forte, ou SS « semi-strong »;
– efficience faible, ou W « weak ».

Sans entrer dans trop de détails, car celui-ci n'est pas un travail à propos de l'évaluation d'entreprise, ni de l'évaluation du prix, ici il suffira de dire que cette théorie aboutit au modèle MEDAF (CAPM en anglais)[182] et qu'elle considère que dans un marché – tel que le marché boursier

[181] KENDALL, M. G. - BRADFORD HILL, A., "The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices", dans "Journal of the Royal Statistical Society", Series A (General), Vol. 116, No. 1 (1953), pp. 11-34. En effet Sir Austin Bradford Hill était un médecin spécialisé en épidémiologie et statistique qui avait fait des études sur les critères de détermination d'un association aléatoire. La présence de son nom en tête à l'article indique seulement que le l'article fut lu devant lui le 17 décembre 1952 en sa position de président de la Royal Statistical Society (1952-1954), car, quand il était auteur, il signait, toujours, « Hill AB ». M. Kendall en fut le seul auteur. Il est à noter que le successeur de Bradford Hill à la présidence fut sir Ronald Aylmer Fisher. Beaver en avait tiré son « T-test » et, pendant la Seconde Guerre mondiale, Kendall avait développé son travail, et particulièrement la théorie du « K-statistic » de Fisher.

[182] Le Capital Asset Pricing Model (CAPM, MEDAF en français) est un modèle d'équilibre des marchés financiers, proposé par William Sharpe en 1964 dans on article «*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk* » in *Journal of Finance* 19 (2), pp. 425-442, 1964, mais qui fut développé indépendamment aussi par Lintner en 1965 et Mossin en 1966. Ce concept est la conséquence de la théorie de Henry MARKOWITZ de la frontière des portefeuilles, expliquée dans son *Portfolio selection: efficient diversification of investments*, New York, John Wiley & Sons, 1959.
Le CAPM / MEDAF établit une relation entre la rente d'un titre et son risque, tel que mesuré par un seul facteur de risque, appelé beta.

– suffisamment ample, où les données se répandent instantanément, les opérateurs réagissent correctement et quasi immédiatement aux informations s'ils sont capables de les interpréter correctement. En conséquence, les cours équivaudraient toujours au juste prix et évolueraient selon la marche aléatoire et selon les surprises et les imprévus qu'apportent les nouvelles présentations.

En 1981, Robert J. Shiller souligna les limites de la théorie des marchés efficients, qui à l'époque dominait le monde des économistes,[183] en publiant dans l'«American Economic Review » son article « L'excessive volatilité du prix des actions peut-elle être justifiée par des changements majeurs des dividendes ?»[184]

Shiller remarquait que, sur un marché d'actionnaires rationnels, les investisseurs évalueraient le prix des actions en fonction des dividendes espérés dans le futur. Il basait sa thèse sur l'examen qu'il avait fait des résultats du marché boursier à partir des années 1920 et en conséquence estimait les dividendes futurs et les taux de remise susceptibles de justifier la grande variété de variation historique observée.

Sa conclusion était que la volatilité du marché boursier étant trop grande, il n'était pas possible d'expliquer grâce à elle et d'une façon rationnellement acceptable les prévisions du futur, et la crise boursière de l'automne 1987 sembla lui donner raison.

Les années 1980 donnaient de l'importance à l'évaluation des entreprises, soit par la hausse des opérations de finance extraordinaire, soit parce que les entreprises avaient davantage besoin de l'évaluation pour s'orienter dans leur investissements, achats et ventes, car aux Etats-Unis l'approche stratégique appelé « Value Based Approach » ou « Value Based Planning » – approche ou planification fondée sur la valeur – née de la théorie de création de la valeur connut un grand succès pour des raisons pratiques.[185] Entre ces raisons pratiques on avait soit la crainte des sociétés sous-évaluées sur le marché d'être objet d'une escalade, soit leur croissante peur de payer des prix excessifs en faisant des achats et ce risque, à son tour, venait ou du désir d'expansion à n'importe quel coût, ou de la nécessité d'employer la liquidité des entreprises en bonnes conditions. Nous comprimes qu'il était aussi important de vérifier périodiquement s'il était convenable ou non de maintenir des « environnements d'affaires » ou de sociétés contrôlées produisant peu de valeur ou perdant de la valeur. L'opinion que les évaluations comptables

---

La relation du CAPM/MEDAF est : $E[ri] = \beta im\,(E[rm] - rf) + rf$, où ri et rm sont la rente lorde du titre et du portefeuille de marché, *rf*, est la rente lorde sans risque et $\beta im = \frac{\text{cov (ri, rm)}}{\text{var (rm)}}$

Beta mesure la variation du titre face au marché. Mathématiquement, le bêta est proportionnel à la covariance entre le taux de rendement et la performance du marché. Ce rapport est généralement synthétisé par la « Security market line », SML.

[183] Les travaux de Shiller sont fondés sur des sondages faits en postant aux investisseurs et aux traders la question de pourquoi ont-ils fait certaines achats et certaines ventes; les résultats ont renforcé l'hypothèse que les décisions ont été majoritairement gouvernées par les émotions au lieu d'un calcul rationnel. La majeure partie des données issues de ces sondages a été recueillie à partir de 1989 dans le projet sur le comportement de l'investisseur conduit par l'université de Yale.

[184] SHILLER, R. J., "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?", dans "American Economic Review" Volume 71, (1981), Issue : 3 (June), pp. 421-36, téléchargéable de http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v71y1981i3p421-36.html

[185] La détermination de la valeur et du prix est basée sur une compréhension de ce qu'est la valeur pour le client. Le vendeur doit comprendre l'impact que ses produits – marchandises ou services – ont sur la clientèle. La principale difficulté est que la volonté du client à payer un certain prix varie non seulement en fonction du produit, mais aussi selon le moment et le lieu où le produit est mis en vente. L'analyse varie donc d'un produit à l'autre, selon le client, le lieu et la période pendant laquelle la vente est proposée.

traditionnelles de la prestation de l'entreprise – telles que le gain par action EPS[186] ou la rente sur l'investissement ROI[187] – sont peu fiables et, surtout, incapables de donner une idée du futur se diffusa. On eut de plus en plus l'opinion que la rémunération de la gestion devait être directement et proportionnellement liée aux résultats de l'entreprise, et surtout à ceux donnés aux actionnaires et à ceux liés à la réévaluation du capital.

L'Europe continentale ne fit pas exception. L'intérêt était croissant car croissant était le nombre des fusions et des achats des entreprises et croissantes étaient les négociations de capitaux de contrôle ou de capitaux de participation. En plus, la fiabilité des mesures purement comptables pour représenter le cadre des prestations d'une entreprise était considérée de moins en moins satisfaisante. Le problème était que, selon les analystes, elles ne permettaient pas d'éviter les profits apparents et les pertes apparentes, soit les composantes inflationnistes des résultats économiques. On n'avait pas un vrai portrait des investissements et des désinvestissements des bien matériels, car,[188] on soulignait, surtout les branches d'une entreprise qui s'occupaient de la recherche et développement, des investissements de vente et marketing relatifs à la publicité et à la promotion, des marques et de la création de réseaux de distribution étaient très importants et beaucoup d'entreprises y avaient engagées une grande partie de leurs ressources.

Le problème était d'importance, mais pendant les années 1980 et encore pendant les années 1990, il était difficile de mesurer les biens immatériels car il fallait trouver des techniques conceptuellement satisfaisantes et les expérimenter. Il faut rappeler que l'opinion commune était que la valeur à donner aux biens immatériels devait venir d'une capacité globale de l'entreprise d'en soutenir dans le temps l'amortissement et d'en rémunérer l'investissement total, y compris ces valeurs ; l'entreprise avait un profit seul, global et, disait-on, s'il était positif, chacune des valeurs données était globalement confirmée, mais s'il était négatif, il n'était pas clair à quelle valeur on devait donner la responsabilité (quelle était la valeur à corriger) et si on décidait d'intervenir, ce ne pouvait être qu'au hasard.

Par conséquent en Italie les comptables n'avaient pas trop confiance dans les biens immatériels et, malgré les études et les théorisations faites dans le passé, on les excluait souvent des processus de comptabilisation et, par conséquent, du bilan annuel. Ce n'était pas suffisant, car on refusait aussi de les évaluer à côté pour en donner au moins un résumé dans les rapports annuels ou périodiques en dehors de l'état patrimonial ou du compte de résultat.

Les théoriciens italiens du passé – comme on vient de le voir – avaient plus ou moins parlé des biens immatériels et du besoin de les évaluer. Ce ne fut pas par hasard qu'on pensa qu'il pouvait être utile de contourner l'obstacle en faisant une évaluation du capital économique « a medi intervalli di tempo » de temps en temps. Il s'agissait de prendre la valeur du capital économique W 1 au temps t1 et d'en voir la différence avec la valeur que le même capital économique W 1 avait eu dans le temps t0, soit en mesurant le ΔW, donc $\frac{W_1 - W_0}{t_1 - t_0}$

Dans la même période, les années 1980, les privatisations donnaient une autre poussée à l'évaluation des entreprises, car il fut de plus en plus important de les évaluer d'une façon correcte. Ce fut alors que Rappaport parla d'un passage à une nouvelle forme de capitalisme. Après le passage du capitalisme entrepreneurial au managérial, on était à l'aube du passage du

[186] Le bénéfice par action (BPA ou EPS (*Earnings per share*)) est le bénéfice net d'une société divisé par le nombre d'actions qui composent son capital, soit BPA = $\frac{\text{benéfice net}}{\text{nombre d'actions}}$

[187] Le ROI (Return On investment) est le retour sur investissement (RSI ou « rentabilité du capital investi en français) et, en termes mathématiques est défini aussi : $ROIarith = \frac{Vf - Vi}{Vi} = \frac{Vf}{Vi} - 1$

[188] GUATRI, L., *La valutazione delle aziende – teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Varese, IGEA, 1995, page 2.

capitalisme managérial au capitalisme de la valeur actionnaire.[189] C'était, on disait, l'aube du « Value Based Planning » (VBP) - de la planification basée sur la valeur, le VBP, qui devait – selon Rappaport :

- découvrir la valeur d'utilisation la plus élevée pour chaque activité ;
- limiter l'investissement aux opportunités qui avaient un potentiel « crédible » de création de la valeur ;
- restituer la liquidité aux investisseurs quand on n'avait aucun nouvel investissement qui créait de la valeur ;
- établir des encouragements pour les managers et pour les employés afin de les concentrer sur les éléments essentiels qui créaient de la valeur.[190]

Tant à l'étranger qu'en Italie la nécessité de s'adapter à l'évolution de la situation économique produisit une grande quantité d'études plus ou moins détaillées, plus ou moins théoriques,[191] pour servir de guide aux évaluateurs ; mais en Italie on suivait et on s'appuyait sur les idées d'un expert : Luigi Guatri.

1.4 L'école italienne de Luigi Guatri jusqu'à la période de la privatisation de l'ENI

Luigi Guatri, ancien élève de Gino Zappa, devint professeur à l'université Bocconi de Milan et l'expert de l'évaluation le plus important en Italie ; il l'est encore. Avec les différentes éditions de son *La valutazione delle aziende*[192] – l'évaluation des entreprises – publiées à partir de 1990 (une nouvelle édition par an), en 1994 complétées par une partie sur la *Confrontation de la théorie et pratique dans les Pays avancés*, Guatri se concentra sur cinq points. Avant tout il avait estimé indispensable la distinction entre les évaluations du capital économique et celles du capital potentiel, qui auparavant étaient souvent confuses. Il disait qu'il fallait faire attention, car le

[189] RAPPAPORT, A., *The Staying Power of the Public Corporation*, "Harvard Business Review", Paperback n. 90067, p. 20.
[190] RAPPAPORT, A., opus cité, p. 22.
[191] BIANCHI, G., "Metodologie di valutazione dell'azienda - Metodi di valutazione adottabili nella stima del valore dell'azienda - La determinazione del valore della partecipazione", dans "Quotidiano Giuridico" de 18 may 2006; Università d'Urbino, *I metodi di valutazione d'impresa*, Urbino, Facoltà d'Economia, 2001; MANZANA, G., *La valutazione d'azienda*, Parma, Gruppo 24ore, 2010; PETRALIA, G., *La valutazione d'azienda*, Roma, Opus Consulting, 2004, TONON, F., *Valutazione d'azienda: logiche e principi*, Milano, CesFeb, 2008; PASQUETTI, L., *La valutazione d'azienda*, Firenze, Pasquetti&partners, 2004; BAIGUERA, F., "La valutazione d'azienda con il metodo finanziario", dans "Informatore Pirola" nr. 41/2005 del 31-10-2005; BAIGUERA, F., "La valutazione d'azienda con il metodo misto patrimoniale", dans "Informatore Pirola" nr. 36/2005 del 26-09-2005; BANDERALI, F., *La valutazione d'azienda con il metodo reddituale e con il metodo patrimoniale complesso*, Lodi, Misterfisco, 2006; REGINA, A. – ZOPPI, L., *Le Raccomandazioni U.E.E./F.E.E. in tema di valutazione d'azienda*, Parma, Facoltà d'Economia dell'Università degli Studi, 2007; MASSARI, M. - VISCIANO, N. et alii, *Guida alla valutazione*, Milano, Borsa Italiana, 2004; BUCHER, M. H., - ELMIGER, S. et alii, *La valutazione d'azienda: Direttive e principi per gli esperti*, s.i., FOSSATI, S. (sous la diréction de), *La Valutazione d'Azienda: Metodi, Modelli e Casi Applicativi*, Actes de la journée d'études IRCDEC, Naples, 2010; AGRUSTI, G., "La valutazione delle azioni e delle quote di società in ipotesi di recesso", dans FOSSATI, S. (sous la diréction de), *La Valutazione d'Azienda: Metodi, Modelli e Casi Applicativi*, Actes de la journée d'études IRCDEC, Naples, 2010; CORTESI, A., "Processi e metodologie di valutazione: un quadro di sintesi", dans FOSSATI, S. (sous la diréction de), *La Valutazione d'Azienda: Metodi, Modelli e Casi Applicativi*, Actes de la journée d'études IRCDEC, Naples, 2010; PIZZO, M., "Le perizie di stima nella valutazione: i punti critici", dans FOSSATI, S. (sous la diréction de), *La Valutazione d'Azienda: Metodi, Modelli e Casi Applicativi*, Actes de la journée d'études IRCDEC, Naples, 2010; RENNE, F. M., "La valutazione nei processi di quotazione di borsa", dans FOSSATI, S. (sous la diréction de), *La Valutazione d'Azienda: Metodi, Modelli e Casi Applicativi*, Actes de la journée d'études IRCDEC, Naples, 2010; LAMANNA DI SALVO, D., *La problematica della valutazione dell'avviamento in caso di cessione d'azienda*, Bolzano, Libera Università, 2004.
[192] On a utilisé ici la cinquième édition, soit GUATRI, L., *La valutazione delle aziende – teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Varese, IGEA, 1994.

capital économique proprement dit qui se référait aux flux attendus (de caisse ou de rente) était lié à la nécessité de démontrer qu'on pouvait arriver à ces quantités sans laisser aucun doute ; c'était lié aux résultats passés et à des capacités de rente déjà obtenues et démontrées. L'autre, disait-il, le capital potentiel, était dû à des flux attendus à moyen et à long termes et n'avait aucun lien avec le passé. Il dépendait de la variété des choix et des situations, ainsi que de la multiplicité des stratégies à suivre ; ceci contribua à une meilleure et plus précise définition du capital économique, ce dernier restant la base et le centre des évaluations du capital des entreprises.
Il parla de la méthode de comparaison entre la société à évaluer et les sociétés semblables, de la méthode du Break up, des méthodes empiriques et des valeurs de liquidation, en faisant attention aux méthodes de comparaison grâce à leur capacité de donner des données de contrôle de grande importance.
Il fit une distinction entre les valeurs des quotas minoritaires du capital, celles des quotas majoritaires et les évaluations en général, en soulignant que ces dernières étaient le résultat « *de principes, critères et méthodes appliqués à certaines connaissances gagnées ou supposées.* »[193]
Prix et valeurs – disait-il – sont conceptuellement des grandeurs à signification différente, mais leurs cours sont à confronter, car les valeurs créées dans l'entreprise restent une chose incomplète si elles ne sont pas transmises au marché, ou si elles n'entrent pas dans la formation du prix selon le principe de la diffusion de la valeur. De là, on arriva facilement à l'évaluation des « aree d'affari » – environnements d'affaires, ou domaines d'affaires – prises en parties relativement autonomes et surtout qui pouvaient être cédées par une entreprise. Il s'agissait – soulignait-il – d'un concept ancien, mais qui était une conséquence du « *développement et de la croissante crédibilité de la théorie de création et diffusion de la valeur.* » Il était nécessaire de considérer qu'aucun domaine d'activité dans un groupe ou une entreprise pouvait être exempté d'un contrôle constant pour voir si il était à maintenir ou à céder, car s'il ne produisait pas autant de valeur que voulu, il pouvait être éliminé facilement.
Enfin, il consacra une bonne partie de son travail à traiter des taux de capitalisation, d'actualisation et de rente normale, grâce à l'expérience gagnée aux Etats-Unis, en remarquant comment la théorie et la pratique se sont souvent ignorées, l'une étant trop raffinée et donc pratiquement inutile, l'autre étant par contre trop superficielle et de peu de profondeur.
Guatri souligna que pendant les années 1980 la « mesure » de la valeur du capital des entreprises était devenue un thème de grande actualité et de poids croissant, soit pour les opérations extraordinaires, soit pour donner une orientation aux entreprises dans leur gestion. En 1995, il remarquait que cet aspect s'était développé pendant les années 1990 et qu'on faisait de l'évaluation dans des pays où on n'en avait jamais parlé. Il reconnaissait que l'origine – ou mieux une des origines – de cette « explosion » était le « *Value Based Planning* » dont on vient de parler. Il ajoutait qu'on avait d'autres raisons et en indiquait cinq :

- la peur de la part des entreprises sous-évaluées sur le marché de devenir l'objectif d'une attaque spéculative ;
- la croissante attention au risque de faire des acquisitions à des prix excessifs, déterminés par le désir d'expansion coûte que coûte, ou par la nécessité de réinvestir la liquidité des entreprises qu'il appelle « mûres », soit de celles qui ont un niveau de développement élevé et qui sont en très bonnes conditions ;
- l'opportunité de vérifier périodiquement s'il était convenable de maintenir des « domaines d'affaires » soit des ensembles d'entreprises contrôlées qui produisent peu ou aucune valeur ou qui perdent de la valeur ;

[193] GUATRI, L., *La valutazione delle aziende….* op. cit., page XV.

- l'opinion plus répandue que les mesures comptables traditionnelles de la performance (telles que le résultat par action et le profit sur l'investissement EPS et ROI) sont peu fiables et, surtout, disait-il, pas utiles dans le futur, parce personne peut vraiment prévoir qu'est ce que se passera ;
- l'idée que la rétribution du « Management » doit être liée aux résultats produits pour les actionnaires et, particulièrement, à l'augmentation de la valeur du capital.

La conclusion de Guatri était en effet contenue dans sa déclaration préalable :

> « *on n'évalue pas d'une façon crédible une entreprise si on ne la connait pas et on ne la comprend pas à fond. C'est une pure illusion l'idée que l'application de formules à des données obtenues rapidement et pas pondérées et démontrées en manière adéquate signifie évaluer une entreprise.*
> *Pour ces considérations, l'évaluation du capital devient un résumé et une synthèse de tous les aspects et problèmes de l'entreprise. Cela aide aussi à comprendre comment la spécialisation exaspérée, c'est-à-dire limitée à une seule fonction, accompagnée par l'ignorance de tous les autres aspects, n'est pas acceptable sur le plan doctrinal : des experts d'entreprises ainsi formés ne peuvent pas comprendre les liens entre les diverses fonctions de l'entreprise et les aspects essentiels de sa vie*.»[194]

1.5 La méthode des entreprises comparables

Ce qui nous importe dans ce travail est la méthode des entreprises comparables, car, comme on le dira dans la partie sur l'évaluation de l'ENI, la méthode adoptée par les experts fut le mixte patrimoniale et de revenu, ou le discounted cash flow – flux de caisse escompté.[195] S'agissant

[194] GUATRI, opus cité, page 5.

[195] Le Discounted Cash Flow (DCF) est une méthode d'évaluation qui en français est appelé actualisation. il est fait en appliquant de taux, dits taux d'actualisation, à des flux financiers qui ne sont pas directement comparables et qui portent sur des durées différentes, afin de les comparer ou combiner de diverses façons.
L'actualisation permet de rendre plus méthodique le choix des investissements et d'intégrer l'évolution de la valeur de l'argent. Sa base est que les méthodes d'actualisation sont fondés sur deux facteurs déterminant la valeur de l'argent pendant le temps : la préférence de l'investisseur pour la jouissance immédiate et son aversion au risque.
Le premier est souvent confondu avec le « coût du temps » par opposition au second, qui correspond au « coût du risque ». Le coût du temps indique que l'argent d'aujourd'hui, pour cause de l'inflation, vaut plus que l'argent du futur et est indiqué par la courbe des taux dits "sans risque". Une bonne approximation de taux sans risque est le rendement des emprunts d'État. En effet une quantité d'argent aujourd'hui peut être investi et rapporter plus de la même quantité d'argent dans le futur. Dit en paroles très simples : si le total donné par l'argent investi et ses intérêts dépasse le résultat qui serait donné par la même quantité d'argent investi dans l'emprunt d'Etat durant la même période l'investissement est convenable, si non, il ne l'est pas.
Le coût du risque, à son tour, indique que une certaine quantité d'argent certaine vaut plus qu'une quantité majeure, espérée mais incertaine. Ce coût est matérialisé par la "prime de risque", qui s'ajoute au taux sans risque pour donner le rendement attendu d'un actif risqué, tel qu'une action ou une obligation.
Pour actualiser la valeur de flux ou de revenus se produisant à des dates différentes dans le temps, il faut calculer leur valeur à une date donnée à l'aide d'un taux d'actualisation. Les valeurs obtenues sont appelées valeurs présentes ou valeurs actualisées.
La formule de l'actualisation est $VA(F) = E(F) \cdot (1+ t)^{-x}$ où F est le flux; E(F) est l'espérance mathématique (et l'espérance mathématique d'une variable aléatoire est l'équivalent en probabilité de ce qu'est la moyenne d'une série statistique en statistique) du flux au moment où il sera, ou a été, disponible. L'espérance est égale à F pour les flux certains. Le t est le le taux d'actualisation, x indique le temps en nombre d'années de la date d'actualisation à celle du

d'une entreprise pétrolière, la doctrine internationale s'appuya sur les méthodes de synthèse et comparaison : les multiplicateurs relevés sur les marchés actionnaires pour les entreprises semblables et donc comparables, en se fondant sur les rapports entre capitalisation nette/bénéfice (« Price Earning » P/E) et capitalisation nette/flux de caisse (« Price Cash Flow» P/CF).[196] Ce sont ceux utilisés par les experts dans leur évaluation du prix de l'ENI, comme ils l'ont dit au point 5.2 de leur certification.

Il faut voir ce qu'était à l'époque cette méthode. Avant tout Guatri disait que la méthode « des entreprises comparables » n'était pas une vraie évaluation du capital économique, mais était plutôt un terme de comparaison pour juger de la fiabilité de l'estimation principale : « *c'est typiquement une méthode de contrôle qui donne des grandeurs significatives et utiles à ce but* »[197] et le but était l'évaluation de l'entreprise.

Il déclarait que pas tout le monde était d'accord sur l'importance de la méthode « des entreprises comparables », mais, il soulignait, bien d'auteurs américains en faisaient grand compte, tels que L.E d'Angelo[198] et la DCF Analysis. Selon certains auteurs – ajoutait-il – cette procédure était une méthode essentielle pour l'estimation d'entreprises non cotées en bourse et il soutenait cette affirmation en citant l'Internal Revenue Service – le service fédéral des impôts – des Etat-Unis:[199]

> « *quand une action n'est pas cotée, ou quand elle n'est pas souvent négociée, ou elle est négociée sur un marché erratique, il faut utiliser d'autres mesures de la valeur. La meilleure solution peut être trouvée grâce au prix des entreprises qui travaillent dans le même secteur ou dans des secteurs semblables et qui sont négociées dans un marché libre et ouvert.* »[200]

Cette opinion, remarquait Guatri, était confirmée par d'autres auteurs américains, qui parfois considéraient cette procédure plutôt comme un moyen de contrôle qu'une méthode fondamentale. La jurisprudence américaine était favorable à cette approche et l'admettait comme outil pour démontrer la valeur d'une action ou d'une entreprise.

M. Guatri pensait que le concept de base était simple : il s'agissait d'estimer le prix qu'on pouvait raisonnablement obtenir pour une entreprise pas cotée sur le marché si elle avait été négociée sur un marché actif, ou à l'occasion d'un échange. Pour obtenir ce résultat, on prenait en référence quelques entreprises cotées (ou au moins largement négociées), qui opéraient dans le même secteur avec des caractères semblables ; leurs prix étaient le reflet des espérances des opérateurs du secteur quant aux rendements semblables à ceux de l'entreprise à évaluer à parité de risque. Si le profil de risque n'était pas comparable, l'évaluateur devait, selon son expérience, corriger les rapports de marché de façon à tenir compte de la différence. En ayant une entreprise avec un prix donné (V_1), on prit en considération une variable strictement liée à sa valeur (X_1) – d'où le rapport V_1/ X_1 – et on assumait que cette même relation étant valable aussi pour l'entreprise semblable à

---

flux et est positif quand le flux est future et négatif quand le flux est passé. VA(F) est la valeur actualisé du flux, soit la valeur du flux à la date pour la quelle on calcule la valeur, qui normalement, est la date du jour de calculation.

[196] CONSIGLIO DI BORSA, *Certificato di stima* cité, *Relazione*, paragraphe 5, "La valutazione tramite i certificati di mercato", page 7, rapporté dans MINISTERO DEL TESORO DELLA REPUBBLICA ITALIANA, *Offerta Pubblica di Vendita* cité*,* page 475, partie 5.1 "il significato economico."

[197] GUATRI, opus cité, page 325.

[198] D'ANGELO, L. E., "Equity, Valuation and Corporate Control"*,* dans "The Accounting Review", n. 1, 1990, cite, dans GUATRI, op. cit., page 325, note 1.

[199] Les *Revenue rulings* se trouvent dans une seciton du site officiel de l'IRS http://www.irs.gov/

[200] IRS, *Revenue Ruling,* pages 59-60, rip. dans GUATRI, op. cit., page 326, note 2.

évaluer, dont on connaissait la valeur de la variable (X_2), avec : $\frac{V_1}{X_1} = \frac{V_2}{X_2}$

et la valeur V_2 qu'on cherchait devenait : $V_2 = V_1 \frac{X_2}{X_1}$

Guatri n'oubliait pas de dire que cette méthode pouvait avoir deux possibilités. La première portait sur les évaluations des quotas minoritaires sans influence sur le contrôle de l'entreprise à évaluer (prix cotés : W_M). L'autre portait sur les valeurs de contrôle et prenait en référence le prix payé pour le contrôle de l'entreprise comparable (W_{MM}). Et, remarquait-il, la distinction était nécessaire car on avait des différences entres les deux valeurs et seulement dans le cas d'absence d'informations suffisantes sur les valeurs W_{MM} il était possible d'appliquer la comparaison aux prix de bourse, mais en sachant qu'après il était nécessaire de faire des corrections pour tenir compte du poids de la majorité, ou, au moins, il était nécessaire de signaler la chose.
En s'appuyant sur T.L. West et J.D. Jones,[201] Guatri faisait une liste des avantages et des inconvénients de ce système. Les avantages sont :

1) la présence d'une grande quantité de données financières et d'autre genre dans les «Public companies » à cotiser ;
2) des prix de marché qui représentaient le résultat des négociations d'une grande quantité d'acheteurs et de vendeurs ;
3) des prix de bourse qui ne correspondaient pas à des blocs de contrôle, mais plus souvent à des petites quantités de titres, donc ce système était particulièrement bon pour estimer des intérêts minoritaires ;
4) le système était très bon pour les entreprises à évaluer qui étaient déjà cotées.

Les désavantages sont :

1) la difficulté de trouver des entreprises cotées réellement comparables à celles à évaluer, surtout quand ces dernières étaient très petites ;
2) la difficulté d'interprétation des données des marchés ;
3) la composante émotive et son influence sur les cotations en bourse ;
4) le manque d'accord sur l'applicabilité de ce système quant à l'évaluation des blocs de contrôle.

À propos de ce dernier point, Guatri, qui disait l'avoir observé en suivant West et Jones, prenait ses distance avec les deux en rappelant que, selon D'Angelo,[202] entre 1973 à 1982 les prix payés dans le passé en achetant des entreprises semblable avaient influencé dans 64% à 81% des cas les prix payés aux Etats-Unis dans les *Managements Buy outs.* Mais, ajoutait-il, la question était complexe.

[201] WEST, T.L. – JONES J.D., (sous la direction de), *Handbook of Business Valuation*, New York, Wiley& sons, 1992, page 146, cité dans GUATRI, opus cité, page 327, note 3 .
[202] D'ANGELO, L. E., « Equity, Valuation and Corporate Control », dans "The Accounting Review", n. 1, 1990, page 103, cité dans GUATRI, op. cité, page 328, note 4.

1.6 Le choix des entreprises comparables

Le point suivant est que deux entreprises ne peuvent jamais être égales ou parfaitement homogènes, donc, en choisissant les entreprises à comparer, il était nécessaire d'accepter en principe une approximation. Les experts avaient déjà identifié plusieurs facteurs à rappeler pour obtenir la meilleure solution au problème de trouver des entreprises comparables, soit :

- l'appartenance des entreprises au même secteur, avec pour conséquence une comparabilité des produits ou des services donnés ;
- la taille des entreprises ;
- les risques financiers (avant tout la structure du capital de l'entreprise) ;
- les cours historiques des sociétés et les perspectives de développement des résultats et des marchés, avec une attention particulière au cours et au niveau des quotas de marché ;
- la diversification géographique ;
- la renommée et la fiabilité de l'entreprise ;
- les relations internes et externes ;
- l'expertise des managers ;
- la capacité de verser des dividendes.

L'appartenance des entreprises au même secteur est un facteur nécessaire, mais, selon Guatri, il ne permet pas de comparer toutes les entreprises du même secteur. On avait besoin – disait-il – de voir deux aspects. Un était l'importance du produit pris en examen, car, remarquait-il :

> « *si pour une certaine entreprise un certain produit représente la partie dominante du chiffre d'affaires et si pour l'entreprise à évaluer le même produit a un poids négligeable, la comparabilité n'existe pas.* »[203]

Le second était le niveau d'intégration des différentes phases de la production et de la distribution de l'entreprise.

1.7 Les dimensions

La dimension des entreprises à comparer devait être semblable, selon l'opinion générale, à celle de l'entreprise à évaluer. La dimension influençait beaucoup la diversification, l'efficience dans la production, dans la distribution et dans les achats, les prix de vente quand l'entreprise de grande dimension était à la guide du marché et, enfin, l'intérêt auquel on prête à l'entreprise. En citant J.O Peters,[204] Guatri écrivait que le rapport P/E aux Etats-Unis entre 1986 et 1990 pour les quotas de contrôle du capital variait aussi ; le rapport entre le prix et le profit était de :

15,2 pour des entreprises avec un chiffre d'affaires inférieur à 25 millions de dollars,
16,2 pour des entreprises avec un chiffre d'affaires compris entre 25 et 50 M$,
18,2 pour des entreprises avec un chiffre d'affaires de 50 à 100 M$,
20,2 pour des entreprises avec un chiffre d'affaires supérieur à 100 M$,

[203] GUATRI, opus cité, page 329.

[204] PETERS, Jerry O., "Adjusting Price/Earnings Ratios for Differences in Company Size", dans "Business Valuation Review", n. 1, 1992, cité par GUATRI, dans opus cité, page 329, note 5.

en remarquant que pour les quotas minoritaires le rapport P/E était de :

11,1 pour des entreprises avec un chiffre d'affaires inférieur à 25 M$,
12,9 pour des entreprises avec un chiffre d'affaires compris entre 25 et 50 M$,
14,8 pour des entreprises avec un chiffre d'affaires de 50 à 100 M$,
15,8 pour des entreprises avec un chiffre d'affaires supérieur à 100 M$.

Enfin il ajoutait que, pour des entreprises très petites, les rapports P/E auraient été bien moindre, et comprise entre 1,66 pour celles avec une chiffre d'affaires inférieur à 49.000 dollars, et 4,26, pour les entreprise dont le chiffre d'affaires était compris entre un demi et un M$.

1.8 Les risques financiers, les cours historiques des affaires et les perspectives de développement

Les risques financiers rendaient nécessaire l'homogénéité : de la structure du capital, particulièrement le rapport entre dettes et capital propre ; du degré de liquidité mesuré par les indices caractéristiques ; du crédit donné à l'entreprise par le système financier.
La courbe des résultats durant le temps, appelée par Guatri « cours historique des résultats », et les perspectives de développement des résultats et des marchés était un autre facteur important, surtout en relation avec le comportement des parts du marché détenues par l'entreprise à évaluer et pour celles à comparer avec, car si l'activité d'une entreprise dans le passé n'était pas trop comparable à celle d'une autre, il fallait douter de le comparabilité entre les deux.
La diversification géographique était importante car elle entrainait une variation moindre des ventes et une diminution des risques : une diversification géographique plus ou moins marquée était elle aussi un facteur de comparaison important. La renommée et la fiabilité de l'entreprise donnaient un risque mineur, car les résultats de l'entreprise étaient considérés pas obtenus par hasard, mais en conséquence d'une gestion fiable, durable. La fiabilité la plus forte était accompagnée par une évaluation plus favorable des risques, soit par un risque considéré mineur ; le résultat d'une entreprise fiable ne se passait pas par hasard, mais en conséquence d'une activité fiable avec des perspectives futures, jugées fondées sur des prémisses meilleures. La confiance dépendait aussi des rapports entre les entreprises et les milieux syndical, banquier, industriel, financier et le public, ou les entreprises en liaison avec elles, avec leurs managers et salariés. On observait que les entreprises qui avaient les rapports meilleurs couraient des risques mineurs, donc la confiance était un facteur comparable. D'où l'importance de la fiabilité des managers : leur réputation était un facteur de comparaison et, enfin, la capacité de l'entreprise à payer des dividendes était importante. Le flux de caisse d'entreprises différentes avec des cours historiques d'affaires et de revenus semblables pouvait différer en fonction de la politique des dividendes de chaque entreprise. Celui-ci était le dernier facteur de comparaison.
Guatri soulignait que la comparaison était plus facile en créant un profil de l'entreprise à évaluer et de celles à comparer, en donnant des exemples. Ensuite il concluait que le jugement sur la comparabilité de l'entreprise à évaluer avec d'autres entreprises venait de l'ensemble de ces caractéristiques et qu'il fallait une grande quantité d'entreprises semblables pour faire la comparaison. La conséquence était que la « méthode des entreprises comparables » pouvait être utilisée dans les pays avec une grande quantité d'entreprises cotées en bourse. Si tel n'était pas le cas, la comparaison devenait difficile, sauf dans le cas où on pouvait comparer avec des entreprises semblables de pays étrangers. C'était possible pour les grands groupes et surtout pour les groupes transnationaux ; ce fut exactement le cas de l'ENI.

1.9 Le choix des rapports de comparaison ou des ratios

Les rapports de comparaison, les ratios – proposés par le théoricien Guatri – sont le rapport entre deux entreprises

comparables $\frac{X_2}{X_1}$ où X_1 et X_2 sont les entreprises.

Ils sont appliqués au prix P_1 de l'entreprise cotée et donnent la valeur P_2 de l'entreprise à évaluer, qui est toujours la donnée inconnue à retrouver.

S'il s'agissait de prix obtenus en bourse, le choix du prix P_1 ne posait pas de grands problèmes, disait Guatri, sauf celui de choisir une période convenable de référence, pour éviter des fluctuations journalières positives ou négatives excessives. L'opinion générale était de se limiter à des périodes brèves.

On pouvait aussi avoir des problèmes si les prix choisis étaient ceux enregistrés au moment de l'achat des blocs de contrôle du capital (achats, fusions), ou des blocs participants au contrôle du capital. En ce cas il était nécessaire d'actualiser la donnée car la négociation pouvait être trop ancienne et, vu que son prix pouvait différer de celui de la même action sur le marché à la même époque, il était nécessaire d'expliquer clairement le prix dans le cadre éventuel d'une négociation qui pouvait devenir complexe ou avoir des objets particuliers, tels que l'obtention d'une position de prévalence dans le marché, ou la fusion avec une entreprise similaire afin d'arriver à une position oligopolistique.

1.10 Ratios : Le rapport P/E

Avant tout il fallait choisir le type de ratios. Le plus connu était le rapport P/E, où P est le prix et E est le bénéfice. Mais, selon Guatri, certains experts, prenaient garde, car la valeur E n'était nécessairement celle exprimée dans le bilan. Elle devait être corrigée, pour éliminer les composantes extraordinaires du bénéfice et corriger les résultats des politiques entrepreneuriales capables d'altérer le résultat d'exercice d'une année en comparaison à ceux des autres années. En faisant ces corrections – suggérait Guatri – on pouvait se fonder sur la moyenne de divers résultats, pour éviter des pointes statistiques exceptionnelles.

Guatri disait qu'il fallait faire des corrections pour s'adapter aux principes comptables généralement acceptés, ou pour éliminer les causes de non-homogénéité des critères comptables appliqués aux entreprises comparables face aux entreprises à estimer. Ces causes pouvaient être : dans les entreprises industrielles, par exemple les estimations des stocks de magasin, des amortissements, ou des fonds de réserve ; dans les banques les risques sur les crédits ; dans les assurances, les réserves techniques et, dans tous les groupes, les critères d'estimation des participations possédées par le groupe.

Guatri soulignait que l'existence de tableaux avec différentes valeurs de P/E selon les pays et les secteurs, encourageait parfois à considérer « typiques » certaines valeurs de P/E dans un certain secteur d'un certain pays. Donc la valeur de l'entreprise à évaluer était définie par le produit du bénéfice attendu moyen-normal E multiplié par la valeur du ratio – selon les tableaux - du pays et du secteur de l'entreprise concerné.

Cette méthode donnait la valeur du capital d'une entreprise en fonction du prix de marché des entreprises du même secteur déjà cotées en bourse. Si par exemple il s'agissait de l'estimation d'une entreprise pétrolière et si le rapport P/E pour les entreprises pétrolières de ce pays était en moyenne environ de 10, cela permettait une estimation du capital de cette entreprise en multipliant par 10 son bénéfice moyen-normal attendu. Ce système se fondait sur cet ensemble de

simplifications conventionnelles :

- le prix de marché des entreprises cotées devait vraiment représenter la valeur de leur capital ;
- la valeur du ratio calculée de cette façon demeure valable aussi pour les entreprises non cotées ;
- le ratio valable pendant une certaine période devait rester valide dans le futur et donc devait être applicable au bénéfice normal-moyen attendu.

Mais, selon Guatri, aucune de ces trois simplifications ne correspondait à la réalité : la première car le capital est rarement, ou jamais, représenté par le prix établi jour par jour par le marché boursier, avec pour exception les prix négociés pour des blocs de contrôle ; la deuxième car la situation d'une entreprise cotée n'est pas identique à celle d'une entreprise non cotée.
Si un pays avait peu d'entreprises cotées dans le secteur de celle à évaluer, la situation était plus difficile. Des parties du secteur industriel avaient fort peu d'entreprises comparables, donc l'échantillon ne pouvait pas avoir une réelle signification, à la différence des secteurs bancaire ou des assurances. Cela ne voulait pas dire que l'examen des valeurs P/E, surtout dans un large contexte de temps et d'espace, ne donnait aucune information utile pour faire une bonne évaluation d'une entreprise. Le prix de négociation pouvait être important pour l'évaluation du capital économique, surtout quand on faisait des comparaisons entre les P/E d'entreprises de différents pays examinés pendant une longue période, car on pouvait estimer si le prix était compatible ou non ; et la crédibilité était directement proportionnelle à la comparabilité du P/E d'une entreprise d'un certain pays à un certain moment à celle du P/E des entreprises semblables d'un autre pays. Si, d'autre part, la comparaison faite, la valeur P/E était anormale face à des entreprises étrangères ou pendant la même période, cela indiquait que, pour l'estimation du capital, il fallait se méfier aux prix.
Ces valeurs étaient importantes pour contrôler les estimations faites, la valeur unitaire donnée par action grâce à l'estimation se substituant au prix, avec pour but de juger si le P/E qui en résultait était suffisamment semblable aux P/E d'autres entreprises. Donc, pendant la première moitié des années 1990, on commença à penser que si les méthodes fondées sur le ratio P/E n'étaient pas des estimations du capital économique, elles donnaient pourtant des indications valides ; et cela semblait vrai surtout quand les estimations du capital économique n'étaient pas possibles – faute d'informations essentielles – ou avaient des résultats très variés. Dans ce dernier cas, les données obtenues à travers la méthode de comparaison du ratio P/E pouvaient donner des informations pratiques importantes.

1.11 Autres ratios

Le rapport P/CF – prix/flux de caisse, ou flux de trésorerie – était un des multiplicateurs les plus utilisés dans la pratique courante, surtout si on devait évaluer des entreprises ayant des coûts qui ne donnaient pas lieu en même temps à des sorties de caisse (amortissements et dépréciations). Il était utilisé dans les entreprises industrielles avec des grandes immobilisations techniques et dans les entreprises de gestion d'immeubles.
Le flux de trésorerie CF était – est – l'addition du résultat d'exploitation, des dotations aux amortissements et provisions. Ce ratio était utilisé quand on avait peu ou aucun bénéfice dans le secteur considéré et donc quand le ratio P/E n'avait aucune signification, ou quand la vie des immobilisations techniques était bien plus longue que celle de l'amortissement applicable selon les règles normalement utilisées dans les bilans.

Un autre rapport était le P/D, celui entre prix et dividende, il est facile à appliquer mais est peu utilisé, car on a besoin d'avoir une homogénéité entre les dividendes des entreprises comparables et de celle à évaluer, ce qui se passe rarement, car les entreprises non cotées donnaient souvent peu de dividendes, ayant des moyens indirects pour donner des avantages à leurs associés ; par exemple, en mettant à leur disposition certaines ressources de l'entreprise, telles que logements, moyens de transport et de communications, personnel salarié.
Le rapport P/R entre prix et résultat était correct pour des entreprises de services ou pour celles ayant des valeurs patrimoniales peu élevées, surtout quand l'homogénéité des coûts opérationnels entre les entreprises à comparer et à évaluer était remarquable, mais cela valait surtout pour les activités professionnelles (comme celles des médecins, des avocats ou de toutes entreprises composées par une seule ou peu de personnes), lesquelles avaient une stricte relation entre revenus et profit net. Il s'agissait d'un rapport qui – disait Guatri – était fort utilisé pour évaluer les entreprises sans leurs dettes (Debts Free Value).
Le rapport P/BV entre le prix et la valeur du livre de comptes était utilisé dans les secteurs bancaire et des assurances, de la gestion des titres, où on avait des valeurs actuelles, qui n'avaient pas une origine ancienne dans le temps. On pouvait l'utiliser quand le P/E ne convenait pas et on recommandait de l'employer seulement pour les biens matériels, en éliminant du calcul les biens non-matériels et en contrôlant si les entreprises comparables et à évaluer avaient les mêmes principes comptables. Guatri n'oubliait pas de rappeler que des entreprises avec des profits élevés et des bonnes perspectives présentaient des valeurs élevées de P/BV, le contraire se passant dans la situation opposée. Selon certains auteurs, qu'il ne nommait pas, on avait une relation évidente entre le P/BV et le ROE, le profit sur le capital net.
Les derniers rapports utilisés étaient les P/NAV, ceux entre le prix et la valeur nette des activités, et P/NAAV entre le prix et la valeur nette courante des activités. On conseillait de les appliquer dans les cas d'une entreprise avec d'importants investissements en titres, immeubles, participations et gisements miniers, ou quand l'activité de l'entreprise concernait l'achat, gestion et vente de ces activités. Le P/NAAV était le rapport le plus utilisé, car il représentait les activités en fonction des valeurs courantes fondées sur des estimations récentes et fiables.
Enfin, selon Guatri, il pouvait survenir que pendant la présentation des résultats nous ayons une certaine variation de données, de façon à donner un éventail de valeurs, ce qui impliquait des valeurs trop hautes ou trop basses face à la moyenne, soit constituant des écarts. Il s'agissait de ne pas les inclure.

1.12 Observations de Guatri sur la méthode des entreprises comparables et sur ses erreurs éventuels

En conclusion, Guatri disait que,[205] étant donné que l'usage de différents ratios pouvait facilement donner des résultats fort différents, il présentait le problème du choix ou de trouver un compromis entre les divers résultats ; un double examen était nécessaire, une analyse quantitative ou qualitative.
L'analyse quantitative consistait à projeter dans le futur, à court ou moyen terme, les comportements de l'entreprise à évaluer et de celle à comparer, quant au bénéfice, au flux de trésorerie, aux ventes etc., selon les ratios utilisés, pour voir si ces comportements avaient leurs croissances comparables ou parallèles. S'il n'y avait aucune comparabilité, cela pouvait dire que l'évaluation n'avait pas de signification et avait besoin d'être ajustée ou changée. Il fallait aussi contrôler les variations des données historiques de l'entreprise à évaluer, car une variation marquée pouvait donner de l'incertitude quant aux comportements et aux résultats futurs de

[205] GUATRI, opus cité, page 339.

l'entreprise, en obligeant l'évaluateur à faire ses corrections, surtout dans le cas d'un fort indicateur de risque, tel que un « leverage »[206] élevé, peu de liquidité etc.
Si un ratio donnait des résultats très différents entre les entreprises du groupe de référence, il était nécessaire de se poser la question si elles avaient réellement des affinités ou si leur homogénéité était seulement superficielle. Guatri soulignait que l'élimination des résultats très loin de la moyenne, les écarts statistiques les plus forts, était un système empirique et peut-être grossier, mais fort utile si l'hétérogénéité des entreprises était la cause des différences.
Il pouvait y avoir des résultats différents à propos du même groupe d'entreprises en utilisant des différents ratios. Nous pouvons composer une moyenne des ratios, en préférant des moyennes pondérées, mais en fait toute décision revenait à l'évaluateur et à son expérience. C'était à lui de décider quel ratio était le plus apte à donner des indications.
Un autre problème se présentait quand une entreprise n'était pas cotée en bourse et donc sans marché pour ses actions, elle était à considérer relativement sans liquidité si comparée à d'autres entreprises présentes en bourse ou à d'autres catégories d'investissements dotés d'une liquidité rapide. C'est à dire qu'on suppose qu'une entreprise non cotée en bourse a besoin de plus de temps qu'une cotée en bourse pour 0btenir des liquidités, car elle n'est pas présente sur le marché.
Ce problème concernait surtout des blocs minoritaires d'entreprises non cotées, pour lesquelles existait le risque que la valeur identifiée fût un espoir destiné à ne jamais se vérifier. Mais, selon l'auteur, le problème ne se posait pas pour les entreprises à comparer,[207] car le but de la méthode des entreprises comparables était de donner des outils auxiliaires aux théories les plus importantes sur l'estimation du capital économique. Ces outils auxiliaires ne devaient pas être confondus avec les systèmes pour décider rapidement un prix, car l'évaluation d'entreprise n'avait pas pour but d'obtenir un prix immédiat, mais celui de donner une évaluation, la plus juste et la plus proche de la réalité possible, de la valeur intrinsèque de l'entreprise, valeur qui pouvait ou non être représentée par le prix obtenu en cas de vente.
Naturellement il se pouvait que des entreprises déjà cotées et intéressant de nombreux acheteurs potentiels pour leurs actions puissent obtenir des évaluations de leur capital économique plus hautes que celles d'entreprises non cotées et sans marché, mais tout à fait comparables ; mais, disait-il, il s'agissait d'un problème général et qui n'était pas spécifique à cette méthode.
Quelles étaient les erreurs les plus communes dans l'application de cette méthode ? L'économiste Guatri en énumérait sept :

a) insuffisante attention dans la recherche des entreprises comparables, qui pouvait facilement se vérifier soit en négligeant les entreprises les moins connues ou les plus petites, soit en cas de manque d'entreprises comparables;
b) confrontation avec des entreprises non comparables ; nous avions le risque que les entreprises mises en comparaison ne fussent pas du même pays et avec des comptabilités différentes et donc non exactement comparables ;
c) confrontation avec des données non comparables : cela se passait quand les données de comparaison – bénéfices, flux de trésorerie, gains etc. – des unes et des autres ne se référaient pas à la même période ; par exemple – disait Guatri – le P/E de la dernière année

[206] Levier financier.
[207] Guatri s'éloigna de certaines conclusions du manuel d'évaluation américain WEST, T. L. – JONES, J. D. (sous la direction de), *Handbook of Business Valuation*, New York, John Wiley and sons, 1e édition 1992, 2e édition 1999, en soulignant que, si selon ces auteurs, les écarts pouvaient monter jusqu'à 35-50%, ce n'était pas un problème affectant la méthode des entreprises comparables.

avait été utilisé en ratio des recettes moyennes des années passées et parfois futures ; « *il y a une évidente erreur*», concluait-il ;[208]

d) erreur dans l'ajustement des données de référence : c'était une erreur qui pouvait se passer si les ajustements faits pour rendre homogènes et comparables les données de différentes entreprises (les critères de préparation du bilan, ou l'élimination de coûts et de bénéfices extraordinaires) avaient été mal faits ou partiellement ; cela pouvait facilement se passer dans le cas d'une absence d'informations claires et complètes ;
e) l'importance excessive des données historiques : c'était, disait Guatri, une chose difficile à éviter, car les prévisions étaient toujours très difficiles à faire soit dans le cas d'une entreprise, soit, par conséquent, dans le cas d'un ensemble d'entreprises ; souvent il était nécessaire de s'appuyer sur des données historiques car elles étaient la seule source de données.
f) manque d'informations dans les documents des entreprises comparables : c'était une erreur née d'une politique entrepreneuriale qui n'était pas répandue mais qui pouvait se passer dans des entreprises de pays où on avait l'habitude ou la politique de faire peu ou pas de communication ;
g) utilisation de ratios dérivés d'opérations hétérogènes ; c'était, selon Guatri, ce qui se passait quand on utilisait pour les ratios tant les valeurs boursières que les ventes de grands blocs d'actions de l'entreprise.
   Cela voulait dire faire une comparaison en plaçant sur le même niveau d'importance des prix aux significations différentes. Si pour recueillir la quantité de données la plus ample, on prenait en considération les valeurs boursières et les prix obtenus des ventes de grands blocs d'actions, alors il était nécessaire de le dire ouvertement, pour éviter des erreurs d'interprétation. En ce cas il fallait utiliser deux ratios différents : l'un basé sur les valeurs boursières ou de petites quantités de titres, l'autre basé sur les prix venant de la négociation de blocs de contrôle du capital.

En conclusion, l'économiste Guatri disait qu'il fallait prendre soin de vérifier la validité des données, soit parce que la méthode n'avait autre signification que celle d'un contrôle, soit parce que les théoriciens américains prenaient garde en disant, par exemple, que :

> « *le dogme de la recherche d'entreprises cotées comparables est autant établi que toute opposition sérieuse à la pratique est certainement considérée comme une hérésie. Mais la vérité est que l'estimation d'une entreprise avec peu d'actions, basée uniquement sur un examen superficiel d'un groupe de sociétés cotées comparables, ne peut produire des résultats apparemment raisonnables que par hasard.* »[209]

[208] GUATRI, opus cité, page 341.
[209] SUMMERS, S.C., *The Myth of the Public Company Comparisons*, dans "Busioness Valuation Review", n° 2, 1992, rapporté dans GUATRI, opus cité, page 342.

Chapitre 2

L'évaluation du prix de l'ENI

Le gouvernement italien décida le placement sur le marché de la première des cinq tranches de l'ENI en décembre 1995 sur divers marchés du monde. Elle fut l'opération de privatisation la plus importante à ce moment, car on en attendait plus que 10.000 milliards de lires. Le chapitre explique comment on arriva à cette valeur, en re-parcourant le rapport d'évaluation de l'ENI fait par le président de la commission de la bourse italienne, qui enfin donna une valeur totale de 49.995.034.081.250 lires italiennes, équivalent à 25.020.280.271,45 euros/2000, soit une valeur de l'ENI qui était exactement à moitié entre le maximum et le minimum de l'estimation faite par les experts.
Une fois l'estimation de la valeur de l'ENI faite, on passa à la vente des cinq tranches. La première fut la plus intéressante, car ce fut elle – en plaçant les actions de l'ENI sur le marché libre pour la première fois – qui donna une idée de la valeur que le marché donnait au groupe. Les cinq tranches de vente, appelées ENI 1, ENI 2, ENI 3, ENI 4 et ENI 5 plaçaient sur le marché à peu près 60% des actions, en faisant une privatisation apparemment totale et réelle. Nous avons consacré un paragraphe à chacune, en examinant leurs aspects et leurs résultats et, dans le dernier paragraphe, en se posant la question du type de privatisation qui a été effectué selon les paramètres théoriques présentés dans la première partie de ce travail.

2.1 Le rapport d'évaluation et l'estimation du prix de l'ENI

Le gouvernement italien décida le placement sur le marché de la première tranche de l'ENI – dite ENI 1 – soit 20% du capital total, entre le 21 et le 22 décembre 1995 sur les places de Milan, New York, Londres et Tokyo. 50% de l'offre, soit 10% du capital de l'ENI, étaient destinés aux actionnaires italiens. Il s'agissait de l'opération de privatisation, ou de dénationalisation si l'on préfère suivre la définition donnée par Bance, la plus importante à ce moment, car on en attendait plus de 10.000 milliard de lires, soit 31 milliard de francs de l'époque (plus de 5,164 milliard d'euros/2001).
Le 26 octobre 1995 le directeur du Conseil de la bourse italienne, M. Attilio Ventura[210] signa la certification attribuant une valeur de 6.250 lires italiennes à chacune des 7.999.205.453 actions ordinaires de l'ENI, qui avaient une valeur nominale de 1.000 lires pour un capital social total nominal de 7.999.205.453.000 lires (4.131.250.000 euros 2001).[211]
Il sera important de comprendre comment fut faite l'évaluation du prix de l'ENI et, en conséquence, comment on donna à l'action un prix réel qui était plus que six fois le nominal et,

[210] Né en 1936, Attilio Ventura a un diplôme en économie de l'Université catholique de Milan. Il a suivi un Master en Economie et Finance de l'Université Seton Hall, à South Orange (États-Unis) et un cours de spécialisation au sein de Merrill Lynch, New York. Foreign exchange broker depuis 1967 et membre du Comité exécutif des brokers de change depuis 1981, de 1985 à 1988 il a été vice-président du comité exécutif de bourses italiennes, de 1988 à 1992 il a été président du comité exécutif et du conseil des Bourses et président du conseil des Bourses de 1992 à 1995. A' partir de 1996 et jusqu'à 1998 a été membre du conseil d'administration de la Banca Nazionale del Lavoro, aujourd'hui Paribas BNL ; voir http://www.mediaset.it/investor/governance/organi/scheda_9_it.shtml

[211] VENTURA, A., *Certificato di stima prot. 22/95/SS de 26 octobre 1995*, Milan, Consiglio di borsa/Italian Stock Exchange Council, 1995, rapporté dans MINISTERO DEL TESORO DELLA REPUBBLICA ITALIANA, *Offerta Pubblica di Vendita da un minimo di 400.000 a un massimo di 1.000.000 azioni ordinarie ENI* (Offre publique de vente de un minimum de 400.000 à un maximum de 1.000.000 actions ordinaires ENI), Roma, 27 ottobre 1995, Allegati, page 468.

d'or en avant, nous suivrons près que à la lettre ce qu'est rapporté dans la certification, ni plus ni moins.
L'estimation et la certification faites par les experts avaient été accomplies le 30 juin 1995, mais le Conseil de la bourse prit en considération des faits qui s'étaient passés dans les trois mois suivants.
L'évaluation se fonda sur les documents suivants :

- les bilans de l'ENI S.p.A. aux 31 décembre 1992, 1993 et 1994, avec toutes leurs annexes et certifications ;
- les bilans consolidés du groupe ENI à la date des 31 décembre 1992, 1993 et 1994, avec toutes leurs annexes et certifications ;
- les bilans consolidés des compagnies contrôlées par le groupe ENI aux 31 décembre 1992, 1993 et 1994, avec toutes leurs annexes et certifications ;
- la situation patrimoniale et le compte économique consolidé du groupe ENI au 30 juin 1995 ;
- le projet du prospectus informatif préparé pour l'offre publique de vente à faire ;
- toutes informations à propos des plans du groupe pour le futur et les détails relatifs aux valeurs des postes de bilan.

Les experts firent une introduction méthodologique pour mettre en évidence la différence entre la valeur et le prix du capital de l'entreprise, soit entre le concept et la mesure. Il fallait préalablement donner une définition du concept dans sa double signification de « valeur » en valeur dans le sens général et « prix ».[212]
En suivant l'école traditionnelle, la valeur – dit dans le rapport italien « Valeur générale » – était définie comme :

> « *La valeur qui dans des conditions normales de marché peut être considérée adéquate au capital d'une entreprise. La valeur subjective – tant de cession que d'achat – était calculée dans la perspective de l'utilité du vendeur ou de l'acheteur.* »[213]

Enfin le prix – concluait le rapport – était le portrait d'une situation momentanée, un portrait de l'état de la demande, de l'offre et des raisons des parties intéressées à l'achat.
Donc, le prix d'une entreprise ne pouvait pas être considéré comme quelque chose d'absolu et univoquement déterminable, mais une valeur relative, subordonnée à l'objet à obtenir à travers l'estimation. Une fois défini l'objet de l'estimation il était possible d'utiliser la méthodologie de calcul la plus apte.
Le calcul de la « valeur générale » se basait sur la théorie des investissements financiers disant que la valeur de l'investissement est déterminée par la dimension des flux des résultats attendus, par leur distribution dans le temps et par la valeur d'utilisation des moyens financiers. Selon cette définition – disait le rapport – on parle des conditions de l'entreprise, sans considérer l'effet des interventions que l'acheteur pouvait faire dans le futur : on allait considérer la valeur actuelle sans

[212] VENTURA, A., *Certificato di stima* cité, *Relazione*, paragraphe 3, "Le differenze tra valore e prezzo del capitale dell'azienda e le relazioni esistenti tra finalità della valutazione e metodologie di stima adottate" (Les différences entre valeur et prix du capital de l'entreprise et les rèlations existant entre buts de l'évaluation et méthodologies d'estimation adoptées), page 2, rapporté dans MINISTERO DEL TESORO DELLA REPUBBLICA ITALIANA, *Offerta Pubblica di Vendita* cité, page 470.
[213] Ibidem.

y mêler les possibles résultats attendus, soit on ne prenait pas en considération l'avantage éventuel qu'un acheteur pouvait avoir en joignant à ses activités et à ses propriétés les actions de l'ENI qu'il allait acheter.
Si l'évaluation était faite pour définir la valeur subjective du capital pour une vente, alors l'estimation devait trouver la limite du prix rendant l'opération intéressante. L'investisseur financier aurait utilisé la méthodologie financière valorisant tous flux monétaires que l'entreprise pouvait obtenir dans le futur après l'achat. Si l'achat était fait par un opérateur du secteur, le calcul de la valeur aurait pris en considération les avantages synergiques dérivés de l'utilisation en commun de certaines structures productives et de distribution, les avantages stratégiques obtenus après l'obtention d'un certain niveau critique (en termes de rapport avec les clients, les fournisseurs et la concurrence) et les coûts exceptionnels, nécessaires à la réorganisation et à l'intégration de l'entreprise achetée avec l'entreprise qui achetait. Dans cette perspective il serait nécessaire de calculer aussi la valeur des options stratégiques, soit de ces possibilités de développement que l'acheteur pourrait avoir ou trouver grâce aux ressources de l'entreprise achetée dans le cas d'une évolution favorable du marché, telles que clients, droits, propriétés etc. Mais – les experts soulignaient – cette évaluation était trop subjective et, par conséquent, tout à fait impossible à faire par un expert indépendant.
Le prix, enfin, bien qu'appartenant à une catégorie logique différente de la valeur, n'était pas à considérer tel qu'un concept autonome de la valeur, car tout prix était le résultat d'une valeur précédemment déterminée. La différence entre prix et valeur était – disaient les experts –logique ou quantitative car il était rare de retrouver une égalité entre les deux, le prix étant déterminé par l'influence de beaucoup d'aspect subjectifs, tels la force contractuelle respective des deux parties et les modalités de paiement décidées entre elles.
Alors, à quoi servait l'estimation en question ? Les experts répondaient : «*la présente estimation est liée à l'admission à la cotation officielle des actions ordinaires ENI S.p.A., suite à l'offre publique de vente des susdits titres*»[214] et, en considérant ce qu'ils venaient de dire, soit qu'il s'agissait de donner des informations aux acheteurs potentiels, ils pouvaient assumer que :

> «…*la méthodologie d'évaluation à utiliser le cas échéant doit avoir pour objet la recherche exclusive de la valeur générale de l'entreprise.*
> *Pour la recherche de la valeur générale, tant la doctrine que l'usage les plus confirmés ont développé dans le temps des méthodes d'évaluation généralement acceptées et utilisées (sauf, bien entendu, le caractère particulier de chaque estimation) y compris les méthodes patrimoniales pures et celles mixtes patrimoniales de revenu. On utilise aussi de plus les méthodes d'évaluation basées sur l'actualisation des flux de caisse.*
> *La donnée patrimoniale, se basant sur l'évaluation analytique de chaque élément de l'actif et du passif, présente un degré de haute objectivité ; il importe peu qu'elle ne nous dise rien sur la capacité de l'entreprise de rentabiliser d'une façon adéquate les facteurs productifs investis. Cet aspect doit toutefois être considéré dans le domaine des évaluations mixtes patrimoniales de revenu, quand la mesure de la valeur est donnée en même temps, soit par le patrimoine, soit par la capacité de l'entreprise de créer un revenu autre que celui du niveau considéré*

[214] CONSIGLIO DI BORSA, *Certificato di stima* cité, *Relazione*, paragraphe 4, "Finalità della presente stima e metodologia di valutazione utilizzata" (buts de la présente estimation et méthodologie d'Evaluation utilisée), page 3, rapporté dans MINISTERO DEL TESORO DELLA REPUBBLICA ITALIANA, *Offerta Pubblica di Vendita* cité, page 471, paragraphe 4, "Finalità della presente stima e metodologia di valutazione utilizzata."

normal, vu le capital net investi et le degré de risque inhérent à l'activité.» [215]

Mais, selon les évaluateurs, il fallait se rappeler que la donnée patrimoniale a une importance réduite si les vrais points forts d'une entreprise sont tout à fait immatériels : la technologie, la capacité à faire des projets, les brevets, la capacité à pénétrer les marchés les plus importants. À son tour, la capacité d'une entreprise de produire des bons flux de capitaux est un aspect qui n'est pas à négliger par l'investisseur qui veut décider quoi faire de son argent. Il est vrai que les estimations fondées seulement, ou pour la plus grande partie, sur l'aspect de la valeur ont de la rationalité ; mais il est vrai aussi qu'elles sont souvent subjectives. Il était donc à souligner – disaient les experts – que depuis longtemps l'évaluation des revenus n'était autre qu'un cas particulier d'évaluation, fondé sur l'actualisation des flux de caisse que l'entreprise est capable de produire, ou, si l'on préfère, que l'évaluation des revenus était le critère le plus rationnel du point de vue théorique et que le revenu moyen normal attendu était une bonne approximation du flux de caisse – cash flow – disponible pour l'actionnaire, soit de la donnée économique la plus significative pour la détermination de la valeur, seulement dans le cas où l'entreprise avait atteint un certain degré d'équilibre.
Et ENI ? Selon les experts comptables

«*du point de vue de l'évaluation ENI se présente comme un cas méthodologiquement très complexe, pour des raisons liées à la particularité soit de son secteur économique, soit de l'entreprise elle-même.*
La rentabilité des entreprises opérant dans le domaine des hydrocarbures est en fait fortement en relation avec :

a) le cours des variables macroéconomique nationales ou internationales ;
b) les orientations de politique énergétique de chaque pays ;
c) l'évolution des lois et des règlements ;
d) le cours des « commodities » négociées sur les marchés internationaux, qui reflète des flux de demande/offre qui ne sont pas nécessairement liés entre eux.

Quant à l'entreprise en question, elle à d'autres caractères importants, comme :

e) La structure du portefeuille d'activités et le niveau d'intégration entre les mêmes activités ;
f) La diversification géographique des productions et des ventes.» [216]

Plus précisément, on disait qu'on pouvait observer que le poids du secteur de l'énergie dans le PIB produisait une stricte relation entre les résultats de l'entreprise et le cours du cycle économique général et qu'il était important de suivre le cours des changes, car, on soulignait que pour chacune

[215] CONSIGLIO DI BORSA, *Certificato di stima* cité, pags 3-4, rapporté in opus cité, pages 471-72.
[216] Ibidem.

des productions il existait une monnaie de référence : le dollar américain pour le pétrole et le mark allemand pour les produits chimiques.
Les évaluateurs soulignaient qu'après la crise des années 1970, les pays avaient reconsidéré leurs dépenses énergétiques en créant des situations de compétitivité entre les diverses sources et qu'en Italie on avait donné la préférence au gaz naturel. En conséquence les entreprises de distribution du gaz – y compris la SNAM, propriété de l'ENI – avaient gagné beaucoup, mais au détriment des autres combustibles produits ou vendus par le groupe ENI, tels que le gazole ou le fioul.
Il fallait en outre considérer que le secteur de l'énergie avait une grande importance stratégique et qu'il était – et est – sujet à des règles liées à la concurrence et à la gestion, comme les coûts et prix des facteurs et des services ; on pouvait identifier six groupes de règles et contraintes diverses.
Un premier groupe concernait le secteur de l'exploration et de la production des hydrocarbures c'était celui des types de contrat pour l'exploitation des gisements faits entre la compagnie pétrolière et l'Etat propriétaire du pétrole ou une de ses agences. Dans la classification la plus simple on avait deux types de contrats : la concession dite « production sharing agreement » ou « PSA ». L'Etat donne avec la concession le titre minier à une compagnie qui explore le terrain prenant elle-même les risques et les coûts. Une fois le pétrole – ou le gaz naturel – trouvé, elle paye l'Etat en lui donnant une « royalty » qui est un pourcentage de la production, en quantité ou en valeur, et une « income tax » sur la valeur de la production sans les coûts déductibles, car le gaz ou le pétrole passent de propriété de la compagnie concessionnaire quand ils arrivent « *à la bouche du puits* ».
Dans le cas du « PSA » l'Etat reste titulaire des droits miniers et de la production ; et la découverte des hydrocarbures donne à l'entreprise pétrolière la possibilité de récupérer les coûts en utilisant sa part de production ; mais la part résiduelle de production est partagée en proportion du partage des gains et la compagnie paie aussi une « income tax » un impôt sur le bénéfice.
Un deuxième groupe de règles est celui des droits d'exclusivité d'exploitation d'un gisement que certaines compagnies pétrolières peuvent obtenir, c'est le cas de l'ENI pour le gaz naturel de la Plaine Padane, sur lequel le groupe avait l'exclusivité jusqu'à 31 décembre 1996.
Le troisième groupe de règles était que les lois sur la concession rendaient obligatoire le régime concessionnaire pour le raffinage et pour l'organisation de neuf établissements de raffinage en Italie et pour ceux augmentant la capacité de production, avec une certaine quantité de règles environnementales.
Une autre limite était que, dans le secteur de la distribution, les prix de vente des carburants avaient été libéralisés à partir de 1994 en laissant des tarifs et des règles dans d'autres parties de la gestion. Pour le secteur du gaz il était prévu un système de lois et de règles pour la formation des tarifs, qui avait introduit en Italie les principes du « price cap »[217] et du « Third Part Access »

[217] Le price cap est une méthode de réglementation des prix des services publics utilisée pour contraindre le taux de croissance d'un agrégat de prix ou de taux. Le contrôleur détermine la vitesse maximale à laquelle un ensemble de prix est autorisé à croître pendant un certain nombre d'années et, en conformité avec cette contrainte, l'entreprise est libre de fixer les prix et les tarifs qu'elle veut.
Cette méthode a été introduit en Grande-Bretagne dans les années 1980 afin d'éviter des distorsions de la réglementation des prix qui, traditionnellement, étaient faites et qui étaient fondées sur l'identification d'un taux de rendement normal auquel la société avait droit. En particulier, avec cet ajustement on réduit les incitations du processus d'innovation (parce que l'entreprise aurait tout de même réalisé la performance établie par le régulateur) et à la minimisation des coûts de production (car l'ajustement fondé sur le taux de rendement, prévoyait la couverture des coûts de production, quel que ce soit leur niveau). L'ajustement sur la base de price cap a pour but d'encourager le processus d'innovation, permettant à l'entreprise de bénéficier d'une partie des gains de productivité qui en résultent.

ou « TPA »[218] qui en substance obligent les propriétaires de gazoducs à transporter du gaz naturel pour les concurrents.
Le besoin d'énergie étant exprimé sur une base purement nationale, les prix des produits étaient formés au niveau international et cela rendait difficile sinon impossible la planification de la production et de la commercialisation, avec une grande difficulté de prévoir les prix sur le moyen et le court terme.
Une autre condition à considérer était que la rentabilité et les facteurs importants pour le succès de chaque phase du cycle productif dans le secteur des hydrocarbures étaient très différents. Par exemple, les activités d'exploration, production et distribution du gaz étaient plus lucratives que celles de raffinage ou les activité chimiques ; et, à conditions égales, certaines activités plus orientées vers les premières donnaient potentiellement des meilleurs résultats que les activités orientées vers les autres, car le niveau d'intégration vertical déterminait dans chaque partie du cycle de production des économies, ou des défauts économiques – des « diseconomies of scale » difficiles à quantifier.
Enfin, dans le secteur de l'exploration et production, le « placement géographique des titres miniers », soit là partie du monde où sont les zones de recherche, conditionnait lourdement les revenus futurs selon les différences des coûts de développement et d'extraction. Au point de vue strictement théorique, on aurait dû utiliser le système du « Discounted Cash Flow» ou « DCF », ou « Actualisation »[219] car ce semblait être la seule méthode rationnellement applicable à l'évaluation de l'ENI. Mais – écrivaient les évaluateurs – toutes les considérations exposées jusque là amenaient à douter de la réelle efficacité pratique et de la véracité des conclusions de la méthode. La limite principale était en fait la projection des flux de caisses sur une longue période, car, dans le domaine des hydrocarbures, les investissements étaient de longue durée, la pleine exploitation d'un gisement se réalisant à l'époque sur environ 15 ans et la réalisation des infrastructures pour l'importation de gaz en plusieurs années aussi. De plus, on retrouvait une certaine difficulté à faire des estimations vraisemblables des cours et des marges d'une grande partie des productions du groupe au-delà du moyen terme : il y avait trop de variables, y compris la forte influence des variations les plus faibles du prix de marché sur les résultats du groupe. Pour ces raisons au niveau international on avait pris la coutume de ne pas utiliser l'actualisation pour évaluer les entreprises actives dans le secteur pétrolier en choisissant plutôt des méthodes de synthèse et de comparaison telles que les ratios relevés sur le marché des actions pour des entreprises comparables, les ratios les plus utilisés étant le rapport capitalisation nette/bénéfice (« Price Earning » P/E) et capitalisation nette/flux de caisse (« Price Cash Flow» P/CF).

En Italie le price cap est également utilisé dans l'industrie et les services de télécommunications et d'énergie; établi pour une période de 5 ans, il est révisé périodiquement ; cfr *Dizionario di Economia e Finanza*, Roma, istituto dell'Enciclopedia Italiana, 2012, ad vocem.

[218] Le droit d'accès des tiers («TPA»), dans le contexte du marché de l'énergie est l'idée que, dans certaines circonstances, des entreprises économiquement indépendantes opérant dans le secteur de l'énergie devraient avoir un droit juridiquement exécutoire pour accéder et utiliser diverses installations de réseaux d'énergie appartenant à d'autres sociétés.
Les directives Marché intérieur de l'énergie (Directive du Conseil européen 2003/54 de 26 Juin 2003 concernant les règles communes pour le marché intérieur dans le domaine électrique, publiée dans le Journal Officiel 2003 L176/37) prévoient le droit d'accès des tiers comme un élément essentiel de l'organisation de l'accès au système d'infrastructures énergétiques en Europe et comme le principal instrument pour l'ouverture du marché intérieur de l'énergie à la concurrence.

[219] L'actualisation consiste à ramener sur une même base des flux financiers non directement comparables qui se produisent à des dates différentes. Cela permet non seulement de les comparer mais également d'effectuer sur eux des opérations arithmétiques.

Aussi, les experts semblaient avoir trouvé le système d'évaluation, mais il ne suffisait pas ; s'il était vrai que le PE était – et est – un des indicateurs les plus utilisés dans le domaine de l'analyse financière et boursière, les évaluateurs soulignaient que :

> « *S'il a une certaine simplicité de calcul, il a aussi une grande complexité théorique et d'interprétation, car il résume et synthétise en soi une série hétérogène de phénomènes économiques et d'informations.* » [220]

Dire, dans une évaluation, qu'une action avec un P/E bas était généralement plus intéressante pour le marché qu'un titre dans une situation opposée pouvait paraitre un peu trop simple, car un haut P/E pouvait signifier que la bourse pensait qu'il pouvait donner une hausse des bénéfices très marquée, ou que, selon le marché, il présentait un niveau mineur de risque et, en conséquence, le marché était plus disposé d'attendre longtemps le retour de l'investissement. En effet le P/E d'une entreprise, disaient les évaluateurs, était influencé par la rentabilité courante de l'entreprise, par les espérances sur le taux de croissance des gains et sur le « pay-out », par le niveau de risque caractérisant le secteur et l'entreprise, par le niveau des taux d'intérêt et par la situation du marché boursier à la dite période. De plus, un certain niveau de P/E ne devait pas être considéré hors du contexte de l'économie du pays, mais était à examiner aussi en relation avec elle, pour comprendre si et combien il différait du niveau général du marché.
Des considérations semblables pouvaient être faites pour le rapport entre capitalisation nette et flux de caisse, ou P/CF, en ajoutant que cet indicateur pouvait indiquer une autre information, car il donnait la possibilité de comparer une entreprise aux autres en épurant les données des effets des différences provoquées par un autre système d'amortissement qui, dans un environnement international caractérisé par divers systèmes comptables, était très important.
Il fut pris soin des critères de comparaison et les experts considéraient les « Oil integrated companies », soit ces groupes travaillant en même temps dans les différents niveaux du cycle productif des hydrocarbures – pétroliers et gaziers – de l'extraction, à travers le raffinage et jusqu'à la pétrochimie et à la vente des produits finis. On écarta les entreprises qui n'opéraient pas dans un seul secteur, sauf celles travaillant dans la distribution du gaz. Ce secteur était un des plus importants pour évaluer la prestation du Groupe ENI dans son ensemble, soit pour le volume d'activité et de vente, soit car la présence de l'activité liée au gaz existe dans tous cycles de travail sur les hydrocarbures et donne des conditions opérationnelles très différentes de celles retrouvées dans les compagnies dites « monofase » en italien, car elle s'occupent d'un seul aspect, ou d'un seul type d'hydrocarbure.
Un échantillon fut établi en identifiant les compagnies européennes et américaines comparables à ENI, puis en sélectionnant les plus semblables.
Les données prises en considération pour cette comparaison analytique furent :

- le chiffre d'affaires (et, s'il était disponible, le profit opérationnel) selon les activités et la zone géographique ;
- le volume de la production de la division exploration et production en barils par jour et la quantité et vie des réserves ;

[220] CONSIGLIO DI BORSA, *Certificato di stima* cité, *Relazione*, paragraphe 5, "La valutazione tramite i certificati di mercato" (L'évaluation à travers les cértifications de marché), page 7, rapporté dans MINISTERO DEL TESORO DELLA REPUBBLICA ITALIANA, *Offerta Pubblica di Vendita* cité, page 475, partie 5.1 "il significato economico" (La signification économique).

- dans le secteur du raffinage la capacité de raffinage et l'indice de complexité, qui soit l'indice indiquant la capacité d'une raffinerie d'obtenir des produits légers et de meilleure qualité ;
- la rentabilité des ventes (ROS), celle du capital investi (ROCE) et celle du capital propre (ROE) ;
- le levier comptable et le risque financier, mesuré par le rapport entre dettes financières nettes et moyens propres (D/E) et par l' « interest coverage », rapport entre le profit opérationnel et les frais financiers nets.

Ensuite sont explicitées, pour chaque entreprise prise en considération pour l'échantillon, les données de consensus de marché relatives aux prévisions de profit et de flux de caisse par action pour les exercices financiers 1995 et 1996 et leur multiples, calculés sur la base des cotations les plus récentes.
L'analyse mit en évidence une différence entre les compagnies américaines et européennes composant l'échantillon. Les compagnies américaines avaient des conditions opérationnelles très différentes et aussi des indicateurs de bourse plus élevés et différents du reste de l'échantillon, surtout quant au rapport P/CF.
L'échantillon fut réduit en excluant les entreprises des Etats-Unis et on laissa les seules entreprises européennes. On y plaça ENI en tenant compte de ses dimensions absolues, de son niveau d'internationalisation, de sa structure de propriété, des indicateurs de risque et de rentabilité et, enfin, d'exposition dans les secteurs qui créent la valeur, tels que les « business units » soit les départements d'exploration et production et de la distribution du gaz.
L'échantillon fut encore réduit car en étaient exclue d'autres compagnies qui, pour des raisons de dimensions ou de diversification géographique, étaient trop différentes de ce qu'était le profil de l'ENI. À la fin, l'échantillon ne comprit qu'Elf, Total, Repsol et Petrofina[221] et on inclut la British Gas aussi, pour avoir un élément de comparaison avec l'activité de distribution gazière de l'ENI de la période considérée.
Donc, en se limitant à ce groupe d'entreprises, en suivant les paramètres opérationnels et de dimension déjà identifiés pour les confrontations, sans donner des données numériques, le rapport affirmait qu'ENI était souvent dans les valeurs moyennes[222] quant à son activité en général, mais au dessus de la moyenne pour sa partie pétrochimique.
Les paramètres plus strictement financiers portaient un fort rapport d'endettement D/E, qui, bien qu'amélioré face au maximum de 1993, était encore supérieur à celui des entreprises composant l'échantillon. On suggéra que le recours à l'effet de levier pour ENI pouvait être partiellement dû au poids des activités de distribution du gaz naturel, qui demandaient une grande quantité de capital.
Mais, on soulignait, le rapport D/E de l'ENI plus élevé que celui des compagnies comparables, exprimait un risque financier plus élevé et un taux de rentabilité du capital investi (RoaCE)

[221] Il sera utile de se rappeler que dans les années suivantes Total absorba Elf et Petrofina.
[222] Il faut faire bien attention à cette partie. En fait le texte original italien du rapport (opus cité) à la page 9, lignes de 25 à 27, dit : « l'ENI è frequentemente collocabile sopra i valori medi. Solo il peso delle attività petrolchimiche (che presentano una ciclicità molto accentuata) per quanto in riduzione tende a essere superiore alla media» Traduit à la lettre ça dit: «ENI est souvent plaçable au dessus des valeurs moyennes. Seulement le poids des activités pétrochimiques (qui présentent un comportement cyclique très accentué) bien qu'en réduction, tend à être supérieur à la moyenne ». Ceci semble contradictoire, car on ne comprend pas pourquoi mettre en opposition deux faits apparemment identiques, tels que le placement de l'ENI au dessus des valeurs moyennes et le placement des activité pétrochimiques supérieures à la moyenne elles aussi. En fait, l'explication est que le rapport a été écrit dans un langage très bureaucratique où les paroles « collocabile sopra i valori medi », ne signifient pas « Au dessus des valeurs moyennes » mais, en réalité, « sur les valeurs moyennes » soit « dans les valeurs moyennes ».

supérieur au coût de l'endettement en 1994, avec un taux de rentabilité du patrimoine (ROE) supérieur à ceux obtenus par les compagnies échantillonnées.
Enfin, en analysant la propriété, les évaluateurs avaient vu que toutes les entreprises de l'échantillon étaient propriété de l'Etat pour moins de 50%, car les processus de privatisation avaient abouti.
Le résultat de l'analyse conduite selon les critères décrits avait donné des ratios du bénéfice net compris entre 13 et 14,2 et calculés sur la base du résultat attendu pour 1995 et entre 11 et 12,2 selon les prévisions pour 1996. Quant au flux de caisse, ses ratios étaient de 4,5 à 5,5 pour 1995 et entre 4,1 et 5 pour 1996.
Le rapport à la fin, aux points 5 et 6, disait :

> « *Il est à souligner que les données prévisionnelles de profit par action et de flux de caisse par action du groupe ENI ont leur origine dans une évaluation approfondie et prudentielle des éléments d'information relatifs aux scénarios et aux plans futurs fournis par la Société.*
> *Ces valeurs sont exprimées en tenant compte des conditions existantes avec référence aux contrats avec les clients industriels les plus importants du groupe ENI et à la lumière de l'évolution actuellement prévisible dans le cadre normatif national et de l'Union Européenne.*
> *En conclusion, l'application de la méthode des ratios de marché aux données prévisionnelles du groupe ENI a conduit à trouver un possible spectre de valeurs compris entre 46.798 milliards de lires et 54.207 milliards de lires.*
>
> *6 Détermination de la valeur unitaire des actions ENI S.p.A.*
> *Sur la base des informations et des critères décrits dans les paragraphes précédents, le Conseil de la Bourse estime à 6.250 (six mille-deux cents-cinquante) lire sur le nominal de 1000 lires la valeur vénale unitaire des actions ENI S.p.A.* »[223]

Donc, les experts avaient évalué le capital de l'ENI – qui officiellement était de 7.999.205.453 lires - entre un minimum réel compris de 46.798 milliards et un maximum réel de 54.207 milliards de lires. Respectivement on avait une valeur par action d'environ 5.580 à environ 6.776 lires, qui était six fois et un quart la valeur nominale par action. La valeur totale de l'ENI était enfin estimée de 49.995.034.081.250 lires italiennes, équivalentes à 25.020.280.271,45 euros/2000, soit une valeur qui était exactement à moitié entre le maximum et le minimum de l'estimation.

2.2 Les cinq tranches de la privatisation de l'ENI : ENI 1

Comme nous avons indiqué dans les premières lignes de ce chapitre, en 1995, le gouvernement italien décida le placement sur le marché de la première tranche de l'ENI soit 20% du capital total sur les places de Milan, de New York, de Londres et de Tokyo. 50% de l'offre, soit 10% du capital de l'ENI, était destiné aux actionnaires italiens. On en attendait plus de 10.000 milliards de lires, soit 31 milliards de francs de l'époque, ou plus que 5,164 milliards d'euros/2001.
La première cotation en bourse – le 1er décembre 1995 - fut de 5.143 lires par action et le prix d'offre fut de 5.250 lires par action. Le 22 décembre la cotation sur le marché était de 5.528

[223] CONSIGLIO DI BORSA, *Certificato di stima* cité, *Relazione*, paragraphe 5, cité, page 10, rapporté dans MINISTERO DEL TESORO DELLA REPUBBLICA ITALIANA, *Offerta Pubblica di Vendita* cité, page 478.

lires[224] ce qui signifiait que la cession avait connu un « *underpricing* »[225] de 5,3%. La valeur du titre augmenta constamment jusqu'à 6.097 lires le 9 février 1996.
Le gouvernement Dini conserva un droit de veto sur les décisions stratégiques de l'ENI et décida qu'aucun actionnaire, sauf le Trésor italien, ne pouvait détenir plus de 3% des titres.
L'opportunité était très intéressante. ENI était alors une société avec 60.000 milliards de lires de revenus, (30 milliards 987 millions d'euros/2001). Ses bénéfices dans le premier semestre du 1995 avaient augmenté de 50% face à la même période de 1994 surpassant ses bénéfices de 1994, qui avaient atteint le chiffre record de 3.215 milliards de lires (soit à peu près 1 milliard 660 millions euros/2001) ; cela faisait de la vente du capital ENI, selon M. Bernabé, « *la plus importante privatisation commencée en Italie à ce jour, la société publique la plus importante placée en Bourse dans le monde*. »[226]
L'opération fut coordonnée par l'Istituto Mobiliario Italiano, Crédit Suisse et First Boston, avec une OPV italienne, une OPV internationale et une OPV aux Etats Unis toutes les trois sur la première tranche de l'ENI, qui donna un résultat de 6.299 milliards de lires,[227] (3.253.000.000 d'euros/2001). Le tableau suivant, extrait d'une étude, publiée par la banque Monte dei Paschi de Sienne, donne, comme les suivantes, un résume de la vente et de ses caractères.

Tableau 2[228]
1ère tranche de privatisation de l'ENI

I**ère** Tranche (22/12/1995)			
Prix de placement moyen pondéré par action, lires:	5.250	Recettes brutes :	6.300 milliards
	cours	date	Différence % du prix de cession
Valeur maximale du titre ENI après la I**ère** tranche	6.097	09/02/96	16,0
Valeur minimale du titre ENI après la I**ère** tranche	5.528	22/12/95	8,9
Valeur moyenne pendant le mois de cession	5.347	Décembre 1995	1,9

[224] La tendance du titre ENI dans la période suivant sa vente mit en évidence un ralentissement dans sa tendance à la hausse, avec une forte différence de prix face à celui de la vente. Une analyse faite après 4 mois sur l'évolution du cours donna l'impression aux analystes que le prix établi pour la cession de la première tranche fut bien au dessous du prix du marché. Une interprétation fut qu'ensuite les investisseurs institutionnels avaient fait confiance au programme de privatisation du gouvernement en choisissant le titre du Groupe encore sous un fort contrôle public, car, autrement, on n'aurait pas eu intérêt à acheter.
[225] Il est à noter ici que l'objectif du gouvernement, soit la maximisation du profit, ne semble pas avoir été obtenu, au moins à court terme, vu que la cession de l'ENI donna un gain mineur. Il faut ajouter que si on regarde les niveaux de « *underpricing* » réalisés en Grande-Bretagne, il est permis de considérer le comportement du gouvernement comme normal par rapport à la situation. D'autre part, un certain niveau d'*underpricing* est souvent présent dans la cession d'une première tranche, car le titre ne s'étant pas encore ajusté sur le marché, le gouvernement cherche à gagner la confiance des investisseurs envers ses plans de privatisations et cherche de rendre son offrela plus attractive possible, surtout en vue des cessions suivantes.
[226] Discours de Franco Bernabé cit., rapporté par MANCA, D., op. cit., dans "Corriere della Sera", du 29 octobre 1995, page 19.
[227] Le vente donna au total 6.300 milliards, mais il faut soustraire 183,4 milliards pour l'activité de conseil et placement, soit le 2,9% des réalisations.
[228] KRUSICH, C. – LOTTI, A. – ROSSI, M., *Le privatizzazioni italiane: una analisi,* dans "Studi e note di economia", anno V, n. 1/98.

2.3 ENI 2

Le 25 octobre 1996 eut lieu la cession de la deuxième tranche de l'ENI en privatisant 1,1 milliard d'actions, soit 15,8% du capital, à travers une offre globale de vente articulée en une OPV et une négociation privée. L'OPV fut faite avec une *tender offer,* la technique de l'offre à prix ouvert, où le prix est établi comme le minimum entre le cours officiel du titre le jour de la fermeture de l'offre (réduit d'un escompte préétabli) et le prix maximum déjà déterminé par le Trésor. La cession aux investisseurs institutionnels fut faite à un prix de 7.161 lires par action, correspondant à la cotation du 25 octobre 1996, mais celle aux épargnants italiens fut de 6.910 lires, grâce au niveau d'escompte de 3,5% octroyé par le gouvernement face à la cotation de marché.[229] Cette fois l'annonce du ministère sembla avoir eu un effet négatif, car il fut fait en juin 1996 et il fut noté une baisse progressive du titre ENI qui, seulement en septembre, peu avant l'enchère, reprit quelques points. L'offre était partagée de cette façon : 63,63% du total de la cession étaient placés sur le marché italien, le reste était divisé entre le marché anglais (7,72%), le marché institutionnel italien (6,82%), les investisseurs institutionnels du reste du monde (6,82%) et les investisseurs des pays membres du NAFTA (15%).

La réponse des marchés fut positive : la demande dépassait l'offre sur le marché anglais de 240%, sur le marché italien de 242% ; sur celui du reste de monde de 137% et sur celui de NAFTA de 53,3%. Les épargnants italiens furent le moins acharnés, car leur demande dépassait l'offre seulement 6%.[230] Au total on eut une demande égale à 167,5% des actions mises en vente.

L'intéressement du personnel du groupe porta sur 7,66 % de l'offre totale. Il faut y adjoindre un *bonus share*[231] de durée de douze mois sur un dixième des actions détenues. Un petit *bonus share* avait été aussi inclus dans la première tranche, mais il avait concerné seulement 0,07% du capital social. Enfin, il faut mentionner l'utilisation de l'option *greenshoe* sur 15% de l'offre totale.[232]

À la fin de l'opération les recettes furent de 7.690 milliards de lires, qui, une fois déduits les frais d'émission et de conseil, donnaient à l'Etat 7.463 milliards de lires.[233] À ce montant il faut ajouter ce qui fut obtenu grâce à la *greenshoe,* soit 1.157 milliard, qui, ajouté au gain précédent et une

[229] Una condition d'achat toute particulière fut concédée aux travailleurs de l'ENI, qui pouvaient bénéficier d'un *underpricing* du 4%, c'ést à dire que pour eux le prix par action était de 6.874 lires.

[230] Les épargnants italiens - 383.000 – demandaient 743 millions d'actions et la quantité de titres réservés passa de 250 à 700 millions d'actions, pour une valeur de plus que 4.800 milliards de lires ; 42.000 travailleurs de l'ENI achetèrent un total d'environ 84 millions d'actions; ces données ici sont prises de l'entrevue de M. Ciampi rapportée par PATUCCHI, M., « Ciampi: 8.000 miliardi da ENI2 », dans "La Repubblica", de 27 octobre 1996, page 23.

[231] Bonus share: est le nom anglais donné aux actions gratuites qui sont distribuées par le vendeur à l'acheteur chaque quantité prédéfinie d'actions achetée et conservée par l'acheteur pendant une certaine période de temps décidée par le vendeur.

[232] La Greenshoe Option ou option de surallocation est un outil pour la stabilisation du cours de l'action après son introduction dans le marché boursier. La banque qui suit l'entreprise dans le processus d'inscription n'épuise pas sa tâche avec le placement des actions, mais a un rôle fondamental dans le sillage immédiat de l'offre pour la stabilisation du prix de l'action. La banque d'encaissement pour stabiliser le cours de l'action prend une position « courte » sur le marché et vend à découvert un certain nombre d'actions de l'entreprise (allocation) à un prix très proche du prix de l'offre. Pour couvrir cette position, la banque obtient l'option d'acheter de l'entreprise à une date donnée (généralement l'option de surallocation expire 30 jours après l'admission à la négociation de titres sur le marché) une certaine quantité d'actions (en général 15% du total des actions offertes) à un prix égal au prix d'introduction en bourse. Si, dans les premiers jours de cotation, le cours de l'action baisse, la banque d'investissement n'exerce pas l'option sur le marché et achète seulement les actions nécessaires pour fermer la position courte en stimulant la demande des actions. Ce faisant, la banque soutient dans une certaine mesure le cours de l'action et en arrêtant ou au moins en ralentissant la baisse. Si le prix des actions sur le marché monte dans les jours suivants la vente, la banque détenant l'option de surallocation va mettre sur le marché ses autres actions en augmentant la quantité d'actions sur le marché, et par conséquent l'offre, pour arrêter ou ralentir la hausse du cours de l'action.

[233] Soit un peu plus que 3 milliards et 854 millions d'euros/2001.

fois soustraites diverses dépenses, donnaient à l'Etat italien un gain net total de 8.593 milliard de lires (4.443.791.000 d'euros/2001). Avant le 31 décembre 1996 l'ENI mit en vente quelques unes de ses sociétés mineures, pour un gain total de 1.199 milliard de lires (620 millions d'euros/2001). Le résumé de ces opérations figure dans le tableau suivant.

Tableau 3[234]

2e tranche de privatisation de l'ENI

IIe Tranche (25/10/1996)			
Prix de placement moyen pondéré, lires :	6.989	Recettes brutes	8.872 milliards
	Cours	date	Différence % du prix de cession
Valeur maximale du titre ENI avant la IIe tranche	7.639	27/09/96	8,9
Valeur maximale du titre ENI après la IIe tranche	8.137	20/12/96	16,0
Valeur minimale du titre ENI avant la IIe tranche	6.516	06/09/96	-7,0
Valeur minime du titre ENI après la II tranche	7.560	13/12/96	7,2
Valeur moyenne pendant le mois de cession	7.345	Octobre 1996	4,5

Quant aux privatisations en général, on peut avoir une vision d'ensemble de la situation à la fin du 1996 d'après ce tableau, donnée par le livre blanc fait par le ministère du Trésor sur les privatisations :

Tableau 4[235]

Gains venants des privatisations italiennes en 1996

Vendeur	Société et tranche	Secteur	Date de l'opération	Portion vendue	Façon de cession	Recette brute en milliard lires	Recette brute en milliard euros
Ministère du Trésor	INA 3	Assurances	Juin 96	31,08%	Cession résiduelle	4.200	2,17
Ministère du Trésor	IMI 3	Bancaire	Juillet 96	6,94%	Cession résiduelle	501	0,26
Ministère du Trésor	ENI 2	Pétrolier	Déc. 96	15,82%	Quota minoritaire	8.872	4,58
Groupe IRI	Diverses	Diverses	1996		Diverses	3.553	1,83
IRI spa	GS/Autogrill	Alimentaire	Mai 96	15,20%	Cession résiduelle	238	0,12
IRI spa	Diverses	Diverses	1996		Diverses	259	0,13
Groupe ENI	Diverses	Diverses	1996		Diverses	1.199	0,62
Total						18.325	9,46

[234] KRUSICH, C. – LOTTI, A. – ROSSI, M., Le privatizzazioni italiane: una analisi", dans "Studi e note di economia", an V, n° 1/98.

[235] *Libro bianco sulle privatizzazioni - 2001,* Roma, Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione economica, 2001, page 28.

En 1997 le Trésor gagna plus de 41.000 milliards de lires,[236] grâce aussi à la troisième tranche de l'ENI, avec une OPV faite entre les 23 et 27 juin 1997. Le ministère du Trésor mit en vente un milliard d'actions, soit 14,4% du capital, pour une valeur de presque 10.000 milliards de lires en gagnant 13.230 milliards (soit 6,832 milliards d'euros/2001) et 1.007 milliards de lires (soit 52 millions d'euros) grâce à la cession de certaines filiales de l'ENI.[237]
Après cette deuxième tranche, la part publique baissa de 69% à 51% du capital.
Les actions furent vendues à travers un "Consorzio Italiano" composé de l'IMI, la Banca Commerciale Italiana, le Credito Italiano et l'Istituto Bancario San Paolo de Turin. Les actions destinées aux salariés de l'ENI furent placées exclusivement à travers la SOFID SIM S.p.A.
Toutes les actions furent mises en vente et destinées à des investisseurs institutionnels en Italie, Angleterre, Europe et Reste du monde, avec une vente privée destinée et réservée à des investisseurs au Canada et une OPV réservée aux Etats Unis.
On calcula que de juillet 1992 à 31 décembre 1997 la valeur des opérations faites par le Groupe ENI fut supérieure à 6.291 milliards de lires ; on doit y ajouter environ 2.427 milliards de lires de dettes financières transférées, pour un effet financier global qui dépassa 9.348 milliards de lires, (4.827.000.000 euros).[238]
En parlant à Naples, l'économiste Sergio Siglienti souligna la correction de quelques fautes techniques pendant la première tranche et l'aspect positif du prix de cette deuxième tranche en disant :

> « *dans la première tranche on a fixé un prix très intéressant pour les investisseurs institutionnels, qui ont contribué à soutenir la cotation. Dans la première tranche les investisseurs privés ne sont pas intervenus, leurs attentes encore déçues par les privatisations précédentes. Toutefois, l'accès aux investissements par des petits épargnants s'est vérifié pendant la deuxième tranche.* »[239]

Telle était la situation à la fin de 1997.

2.4 ENI 3

La troisième tranche de l'ENI fut placée entre le 23 et 27 juin 1997. Ce fut une Offre Globale de Vente faite en accord avec IMI, Crédit Suisse First Boston, après une consultation préalable avec NM Rotschild. Elle porta sur 17,1% du capital – 1.408.000.000 titres – faite après l'exercice de l'option *green shoe* par le Trésor, qui maintenait sa participation courante dans ENI à 51,54%.
Le prix maximum fut établi à 9.325 lires par action, soit la moyenne des prix officiels de la semaine du 16 au 20 juin 1998 ; elle était inferieure de 1,9% au prix officiel des actions au 20 juin.

> « *Le prix définitif de l'OPV sera le minimum entre:*
>
> *a. le prix officiel du titre ENI enregistré sur le Système Télématique des Bourses de Valeurs italiennes vendredi 27 juin diminué de l'escompte de 3,0% (4,0% pour les employés ENI);*
> *b. le prix maximum (sera) de 9.325 lires;*

[236] Soit environ 21.174.000.000 euros/2001.
[237] MINISTERO DELL'ECONOMIA E FINANZE, *Prezzo di collocamento eni3*, communication du Ministère, Rome, 21 juin 1997, in http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/?idc=230
[238] *Libro bianco sulle privatizzazioni - 2001,* cit., page 41.
[239] SIGLIENTI, S., - TAMBURINI, F., "Le privatizzazioni e il mercato finanziario", intérvention au séminaire "Le privatizzazioni e il mercato finanziario", Naples, Università Federico II, Faculté d'Economie, 17 avril 1997, page 19.

c. le prix applicable à l'Offre Institutionnelle (ou "prix institutionnel").

Le prix définitif sera communiqué samedi 28 juin prochain.
Dans l'Offre Globale, le montant minimal réservé à l'OPV est de 400 millions d'actions. » [240]

Aux épargnants italiens furent réservées environ 858 millions d'actions (parmi lesquelles 68 millions aux salariés de l'ENI). L'offre d'actions sur le marché italien fut égale à la demande par le public. L'OPV faite aux Etats Unis fut de 183 millions de titres. Les investisseurs institutionnels italiens obtenaient 147 millions de titres, ceux de la Grande Bretagne 122 millions et, enfin, les investisseurs institutionnels du reste du monde achetaient plus ou moins 98 millions d'actions ordinaires. Au total, le public obtenait 1.041 millions d'actions, soit 73,9% de l'offre globale. Les investisseurs institutionnels achetaient 367 millions de titres, soit 26,1%, face à une demande du triple.

Dans ce cas aussi, la cession fut faite avec un prix de vente aux épargnants qui fut le minimum entre le prix maximum fixé à la veille et celui de la fermeture de la bourse le 27 juin, avec un escompte de 3% face au cours officiel de bourse au dernier jour de l'offre. Le prix de 9.575 lires par action fut payé par les investisseurs institutionnels ; le prix de 9.288 lires fut payé par les épargnants et un de 9.192 lires payé par les salariés de l'ENI. La recette totale brute du Trésor fut d'environ 13.229 milliards de lires.[241] Celle de la privatisation de l'ENI jusqu'à ce moment se montait à plus que 28.000 milliards de lires[242] et, selon M. Draghi l'année suivante, qui était le directeur général du Trésor italien, c'était « *le gain le plus élevé jamais obtenu par un gouvernement de l'Europe continentale pour le placement d'une seule société*. »[243]

Tableau 5[244]
3e tranche de privatisation de l'ENI

IIIe Tranche (26/6/1997)[245]			
Prix de placement moyen pondéré	9.395	Recettes brutes (milliards)	13.229
	cours	date	Différence % du prix de cession
Valeur maximale du titre ENI avant la IIIe tranche	9.234	7/2/97	–1,7
Valeur maximale du titre ENI après la IIIe tranche	10.839	26/9/97	15,4
Valeur minimale du titre ENI avant la IIIe tranche	8.091	4/4/97	–13,9
Valeur minimale du titre ENI après la IIIe tranche	9.611	31/10/97	2,3
Valeur moyenne pendant le mois de cession	9.256	Juin 1997	-1,5

[240] MINISTERO DELL'ECONOMIA E FINANZE, *Prezzo di immissione sul mercato di eni3*, communication du Ministère, Rome, 14 juin 1997, dans http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/?idc=230
[241] Soit plus que 6 milliards et 832 millions d'euros/2001.
[242] Equivalentes à un peu plus de 14 milliards et 460 millions d'euros/2001.
[243] MINISTERO DELL'ECONOMIA E FINANZE, *Dimensione ENI 4*, communication du Ministère, Rome, 13 juin 1998, dans http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/?idc=230, page 3.
[244] KRUSICH, C. – LOTTI, A. – ROSSI, M. "Le privatizzazioni italiane: una analisi", dans "Studi e note di economia", anno V, n. 1/98.
[245] KRUSICH – LOTTI – ROSSI, "Le privatizzazioni italiane", cité.

Tableau 6[246]

Gains venant des privatisations italiennes en 1997

Vendeur	Société	Secteur	Date de l'opération	Portion vendue	Façon de cession	Recette brute en milliard lires	Recette brute en milliard euros
Ministère du Trésor	San Paolo di Torino	Bancaire	Juin 97	3,36%	Cession résiduelle	286	0,15
Ministère du Trésor	Banco di Napoli	Bancaire	Juin 97	60,00%	Cession contrôle	62	0,03
Ministère du Trésor	ENI 3	Pétrolier	Juillet 97	17,60%	Quota minoritaire	13.230	6,83
Ministère du Trésor	Telecom Italia	Télécommunications	Nov. 97	42,10%	Cession contrôle	22.883	11,82
Ministère du Trésor	SEAT	Editoriale	Nov. 97	44,74%	Cession contrôle	1.653	0,85
Groupe IRI	Diverses	diverses	1997		Diverses	2.797	1,44
IRI spa	Diverses	Diverses	Déc. 97	14,40%	Quota minoritaire	666	0,34
IRI spa	Banca di Roma	Bancaire	1997		Quota minoritaire	64	0,03
Groupe ENI	Diverses	Diverses	1997		Diverses	1.007	0,52
Total						41.918	21,65

Selon certains analystes, les premières trois cessions du capital ENI n'avaient pas maximisé les gains que le Trésor pouvait obtenir. Et C. Krusich, A. Lotti et M. Rossi, soulignaient :

> « *c'est particulièrement grave, vu les grandes dimensions de ces opérations. Les prix de cession ont été pratiquement en harmonie avec les prix des actions de la période ; toutefois le cours suivant du titre a impliqué un manque à gagner pour le Trésor, bien supérieur à l'épargne que le Trésor aurait pu faire en repayant la dette publique avec les résultats venant des privatisations. En capitalisant en avril 1997 les recettes brutes de la première tranche de l'ENI à travers la rente brute des BTP*[247] *placés en janvier 1996, on a une valeur du 70% inferieure à celle de la capitalisation en bourse du titre ENI. En appliquant la même méthode à la deuxième tranche, le maintien dans les mains du Trésor de la quote-part ENI cédée aurait garanti (en octobre 1997) au Trésor une rente du 35% supérieure à l'épargne en compte intérêts qui était implicite dans la rente brute des BTP placés en novembre 1996.* »[248]

Le problème était que s'il était vrai que l'Etat avait l'intention de privatiser, personne ne pouvait être sûr de ce le futur aurait apporté et toute évaluation se passa, justement, en considérant la situation du moment et non les possibilités du futur. Mais on aurait pu penser que le but de la privatisation était celui du changement de gestion, avec le but de maximiser les profits, et de la

[246] *Libro bianco sulle privatizzazioni - 2001,* cit., page 42.

[247] Bon du Trésor Pluriannuel, il s'agit d'un Bon du Trésor italien à taxe fixe, avec intérêts à payer tous les six mois (dans certaines émissions, une fois par an) et de la durée compris entre dix ans et trente ans, selon les émissions.

[248] KRUSICH – LOTTI – ROSSI, op. cit., page 143.

capitalisation boursière plutôt que la traditionnelle multiplicité d'objectifs, en premier lieu sociaux, de l'entreprise publique italienne.
L'analyse des recettes du titre ENI faite par Krusich, Lotti et Rossi en 1998 selon une approche de portefeuille (CAPM) donna les résultats suivants : on se rend aisément compte que les acheteurs de la première tranche firent le meilleur gain, tant en valeur absolue, qu'au regard du résultat attendu. En fait, dans les deux opérations suivantes, les investisseurs ont obtenu des résultats inférieurs à leurs espoirs, (cf. infra : tableau suivant).

Tableau 7[249]
Comparaison des résultats des trois tranches de privatisation de l'ENI

ENI	I^e tranche	II^e tranche	III^e tranche
R (Rente du titre ENI, y-inclus les dividendes).	92,2	41,0	2,3
E (Rente attendue du titre ENI en base au MEDAF)[250]	66,2	48,0	12,6
X (Rente en excès du titre ENI - différence entre la recette effective et attendue)	26,0	-7,0	-10,3

2.5 ENI 4

Le 13 juin 1998 le ministère du Trésor annonça le placement sur le marché de la quatrième tranche de l'ENI, dite ENI 4, fait en accord avec ABN AMRO Rothschild, IMI et Crédit Suisse First Boston. Il s'agissait d'un milliard d'actions ordinaires ENI, égales à 12,5% du capital social, avec une possibilité d'option de sur allocation (« greenshoe ») pour acheter jusqu'à un maximum de 9,75% de l'Offre Globale. Selon le prix courant, la valeur de l'opération était estimée à 12.000 milliards de lires,[251] sans compter le placement en excès.[252]
La partie destinée aux investisseurs institutionnels en Italie, Grande Bretagne, Etats Unis et reste du monde était garantie pour un montant de 250 millions d'actions. Les actions de la tranche institutionnelle auraient été offertes à travers un placement privé aux investisseurs institutionnels italiens et étrangers, sauf aux Etats-Unis où une OPV était prévue.
L'Offre Globale aurait été de 750 millions d'actions (minimum 600 millions) garantie par un consortium de banques italiennes. Un quart était réservé aux salariés de l'ENI. L'investissement minimum était de 500 actions, en comparaison avec les 1000 actions des trois premières tranches, Selon le ministère c'était pour favoriser les épargnants et donner plus de poids au marché boursier italien, vu l'augmentation du prix du titre dans les dernières années. On avait prévu un « Bonus share » de 10% pour 100 actions, mais seulement jusqu'à un maximum de 3000 actions achetées, soit pas plus de 300 actions de « bonus share ».
Les épargnants qui adhéraient à l'OPV furent 1.720.000, et leur demande globale d'achat atteignit 1.460.000 actions ordinaires ENI : la demande excéda 2,5 fois l'offre des actions établie au commencement et qui était de 600 millions d'actions. Les investisseurs institutionnels à l'étranger commandaient le double des actions de celles qui leur avaient été réservées à l'origine.[253] Ce fut pour cela que le gouvernement, se justifiant avec le désir d'élargir la base actionnariale au nombre le plus grand d'actionnaires institutionnels possible, augmenta la quantité d'actions destinées à

[249] Krusich – Lotti – Rossl, op. cit., page 145.
[250] Le MEDAF, ou *Capital Asset Pricing Model*, explique la réalisation de l'équilibre du marché par l'offre et la demande pour chaque titre. Il permet de déterminer le rendement d'un actif risqué par son risque systématique. Les transactions cesseront lorsque les opérateurs auront un portefeuille identique.
[251] Un peu moins de 6 milliards et 200 millions d'euros/2001.
[252] MINISTERO DELL'ECONOMIA E FINANZE, *Dimensione ENI 4*, communication du Ministère, Rome, 13 juin 1998, dans http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/?idc=230
[253] Selon le communiqué du Ministère, les salariés de l'ENI qui adhéraient à l'OPV furent 40.000.

l'OPV à 890 millions, soit 85,9% de l'offre globale (pair à 1.036.000.000 actions ordinaires), sans se soucier du placement en excès. Le ministère commenta ensuite :

> « *L'augmentation de l'OPV fut faite pour assurer l'assignation à chaque acheteur du bloc minimum prévu, soit 500 actions. La décision de réduire de moitié le bloc minimum face aux précédentes trois ventes d'actions ENI donna la possibilité de satisfaire un plus grand nombre d'épargnants et d'obtenir une diffusion plus grande des actions.* » [254]

Sans nier cet aspect, il convient de dire que la conséquence du désir d'élargir la base actionnariale eut deux aspects. D'une part un appel plus intéressant au petit épargnant, soit une affluence de capitaux plus grande dans son ensemble; d'autre part, une large diffusion de quantités minimes d'actions qui rendit bien plus difficile la concentration de l'actionnariat susceptible de menacer l'actionnaire principal, soit le Trésor.
Le prix d'offre des actions pour tous actionnaires – personnes ou institutions – fut établi à 11.430 lires ; il fut égal au prix officiel du marché tel qu'il était à la fermeture du marché vendredi 26 juin, qui était le minimum entre le prix maximum fixé le samedi 20 juin, qui avait été de 11.650 lires, prix applicable à l'offre réservée aux investisseurs institutionnels et le prix de bourse du dernier jour de l'offre.
En conséquence, la valeur totale de l'Offre Globale ENI 4, y-compris l'éventuel exercice du placement en excès, qui était égale à environ 101 millions d'actions – rapporta 12.995 milliards de lires (6.711.000.000 euros/2001).[255] Cela signifiait que le Trésor avait obtenu de ses quatre ventes de l'ENI 40.000 milliards de lires, soit 20.658.000.000 d'euros/2001.[256]
En général, en 1998 l'Etat italien enregistra plus de 25.000 milliards de lires, y compris la vente de la quatrième tranche de l'ENI, et le Groupe ENI, de son côté, fit des ventes qui rapportèrent encore 1.100 milliards de lires, soit 5,68 milliards d'euros.

2.6 L'ENI après 1998 et la vente de la cinquième tranche : ENI 5

À partir de 1998 ENI dut affronter une difficile situation internationale, due à la crise financière qui, commencée en Asie, se diffusa avec un "effet domino" de la Russie à l'Amérique du sud. Le prix du pétrole baissa et la réponse stratégique des grandes compagnies fut la concentration, à travers des fusions ou des achats dont naquirent des « super-compagnies ». Il n'était plus possible d'effectuer une croissance interne dans le domaine de la production d'hydrocarbures. Il était nécessaire d'accroître l'activité à un niveau mondial, avec une intensification des recherches de nouveaux gisements de pétrole et en achetant ceux d'autres compagnies.
Un autre problème ce fut le changement de la stratégie de vente du méthane, imposée dès 2000, des procès de libéralisation des marchés, conséquence de l'adoption par l'Union Européenne des directives à propos des secteurs électrique et du méthane.
En même temps, fut achevée la cession en février 2001 d'une autre partie du capital social, qui laissa à l'Etat italien à peu près 30%. Le processus de privatisation s'acheva avec la transformation des sociétés les plus importantes en divisions de l'ENI, ce que permit à ENI de se transformer d'un groupe d'entreprises en une seule entreprise.
La cession dont s'agit fut celle appelée ENI 5. Le ministère du Trésor, devenu finalement ministère du Trésor, du Bilan et de la Programmation économique, en regroupant les trois anciens

[254] MINISTERO DELL'ECONOMIA E FINANZE, *Risultato offerta azioni ENI*, communication du Ministère, Rome, 27 juin 1998 dans http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/?idc=381 .
[255] Idem.
[256] Idem.

ministères financiers, plaça le 15 février 2001 sur le marché environ 400 millions d'actions ENI, soit 5% du capital social, à travers une offre aux investisseurs institutionnels faite selon le système de l' « accelerated bookbuilding »,[257] tout à fait nouveau pour le marché italien et une option greenshoe d'environ 50 millions d'actions à exercer dans les trente jours suivants. L' « accelerated bookbuilding » donna la possibilité de placer une grande quantité de titres en un seul jour.[258]
Les institutions chargées de l'opération furent les banques IMI et Crédit Suisse. Le ministère du Trésor nomma pour expert financier ABN Amro Rothschild.
Le prix de l'offre fut établi à € 6,80 par action et, si elle avait été achevée, comme elle le fut, le Trésor aurait gagné à peu près € 2.720 millions (soit 5.266 milliards de lires), ramenant sa participation dans ENI à 30 ,3%.

2.7 ENI, quel type de privatisation a été effectué ?

En se rappelant les descriptions précédentes dans le premier chapitre, la question se pose de savoir quel type de schéma fut suivi en Italie pour privatiser ENI entre ceux de la subordination et de l'assimilation du patrimoine public.
Sans doute il s'agit d'une assimilation et, plus exactement, d'une assimilation comportementale, car on a vu que l'assimilation comportementale est la tendance à l'alignement des comportements des entreprises publiques aux critères de gestion privés. Et c'est justement ce qui se passa avec ENI.
De plus, on sait que l'assimilation comportementale peut s'imposer aux autorités pour diverses raisons y compris la volonté de réduire des déficits. La transformation des structures organisationnelles ou patrimoniales est souvent le préalable ou le corollaire de l'assimilation comportementale, ce que s'est passé dans le cas de l'ENI avec la transformation de ses structures.
On a eu une transmutation des capitaux publics, car les modalités d'exercice de l'activité productive de l'ENI publique ont été rapprochées et ensuite changées en celles en usage dans le secteur privé, à travers la même séquence indiquée par M. Bance,[259] soit : modifications statutaires, filialisation et enfin privatisation, ou dénationalisation si l'on préfère. Les mutations statutaires sont nécessaires quand les entreprises publiques de premier rang, tel qu'ENI, sont dotées – en Italie comme en France – d'un statut régissant strictement leurs activités et fixant des contraintes rigoureuses, plus si elles travaillent dans un secteur monopolistique. D'habitude, le statut oblige l'État à couvrir les pertes éventuelles : c'est le cas de l'ENI et de toute l'industrie d'Etat italienne ; les modifications statutaires, en particulier l'adoption de la forme de société par actions, peuvent apparaître aux autorités comme une réponse appropriée. Elles constituent souvent un préliminaire à la privatisation/dénationalisation, ce qui pour ENI se passa peu après.
L'étape suivante est celle de la filialisation, soit de la division en filiales, qui, en vérité ne fut pas faite car ENI avait déjà des filiales et des participations qui la rapprochaient au secteur privé.
La dernière étape, celle de la dénationalisation, soit de la privatisation, consistant d'un passage d'actifs publics au secteur privé en conséquence d'une politique délibérée d'un État est ce qui se passa pendant la longue privatisation de l'ENI, divisée en 5 tranches. La différence avec la théorie citée est que, pour ENI, ce qui fut déterminant fut le désir de l'Etat de réduire ou annuler son déficit annuel avec la cession de la majorité du secteur public et de réduire son endettement global avec les gains provenant de la privatisation. Ce fut la forme extrême de l'assimilation. En

[257] Système pour déterminer le prix et pour la vente des actions à des investisseurs institutionnels. La banque d'investissement qui est le "lead manager" fait un recueil de combinaisons de prix/quantité d'actions et après décide, en accord avec la compagnie, le prix final, en tenant compte des commandes reçues.
[258] MINISTERO DELL'ECONOMIA E FINANZE, *Esito ENI 5*, communication du Ministère, Rome, 15 février 2001, dans http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/
[259] BANCE, P., opus cité, page 24.

fait, une fois l'opération achevée, ENI était juridiquement une entreprise privée, tant dans sa façon d'agir que quant à ses propriétaires.
Enfin, il nous reste à observer une chose ; Bance écrit :

> « *Au sens juridique, la dénationalisation concerne toute opération, orchestrée par l'État, de vente d'actifs publics physiques au privé ou de cession de titres de propriété conférant aux agents privés la majorité du capital social dans des entreprises précédemment publiques. Si cette approche recouvre la plupart des opérations concrètes de dénationalisation, elle n'en est pas moins réductrice. Les transferts de contrôle qui s'effectuent sans cession de titres de propriété ne sont pas pris en considération bien qu'aboutissant à un passage sous le giron privé. A contrario on peut considérer que l'approche juridique est excessive car l'abandon public de la détention d'une majorité de capital social ne conduit pas obligatoirement au contrôle privé, l'existence d'une pluralité d'actionnaires privés pouvant permettre le maintien du contrôle public avec participation minoritaire.* »[260]

Voilà ce que s'est passé avec ENI, où l'Etat italien a, d'une façon indirecte, à travers la Caisse des dépôts et emprunts, conservé une majorité relative des actions et, avec elle et grâce à la clause de la notification du 5%, le contrôle de l'ENI.
Donc, en suivant l'analyse de Bance, il faut admettre que la privatisation de l'ENI n'aboutit pas à un contrôle privé, car l'Etat y conserve une participation minoritaire, mais suffisante pour garder le contrôle de l'ENI, avec les conséquences qu'on va voir dans les prochains chapitres.

[260] BANCE, P., opus cité, page 25.

Chapitre 3

Le modèle de l'ENI peut-il s'appliquer à d'autres privatisations italiennes ?

Les privatisations en Italie furent à l'origine de nombreuses discussions et de querelles. Avant tout il y avait le problème de l'absence d'un cadre législatif. Il était nécessaire d'en créer un et, avant tout, de décider qui aurait été responsable de la mise en œuvre des privatisations.
En même temps on avait des résistances plus ou moins passives, car on allait faire une réorganisation et beaucoup craignaient d'y perdre du pouvoir. La sortie de l'Etat d'une grande partie de l'économie nationale avait pour conséquence la perte par le pouvoir politique de la possibilité de disposer de positions importantes et bien payées à donner à ses membres ou à des « clients ». Il était tout à fait habituel de faire une répartition des présidences, des directions, des positions d'administrateur délégué dans l'industrie publique lorsqu'on sortait d'une élection politique générale, selon le nouveau rapport de pouvoir entre les partis composant la coalition du gouvernement. Cela ne changeait pas trop quand on descendait l'escalier hiérarchique. Le milieu politique avait l'habitude de « donner » l'engagement dans une entreprise d'Etat à ses clients et supporteurs les plus fiables, en conditionnant de cette façon tout engagement, de celui d'un huissier à celui d'un grand commis.
Il allait de soi que l'efficience n'était pas prise en considération et que ce qui était important c'était l'appui politique tout court. Cela aurait terminé une fois les privatisations achevées, avec le risque – pour ceux qui étaient dans les entreprises d'Etat – de perdre leurs postes s'ils n'étaient pas capables d'y rester en faisant un travail de bonne qualité.
A coté, il y avait des problèmes plus techniques et plus liés aux questions économiques et financières. Il était nécessaire de faire l'évaluation des entreprises pour arriver à décider de leur prix de vente, on devait décider combien d'entreprises contrôlées par ENI mettre en vente, quand et à qui permettre et à qui empêcher de les acheter, pour éviter, ou, au moins, essayer d'éviter la naissance de véritables monopoles. Ensuite il était nécessaire de savoir que faire de l'argent obtenu et qui et comment aurait eu la responsabilité de sa gestion.
Ce chapitre, donc, donnera une vision d'ensemble de la situation. Nous commencerons par l'exposition des lois et règlements de la République Italienne à partir de 1992, pour donner le cadre général. Après nous exposerons des données relatives aux résultats des privatisations en termes de gains pour l'Etat et à la fin on aura un ensemble de commentaires et critiques d'ordre général, qui seront utiles pour mieux comprendre soit la privatisation de l'ENI, soit les commentaires que furent fait à son propos. Il faut tenir compte que, comme partout, certains commentaires furent lourdement influencés par la position politique de leurs auteurs, mais que bien d'autres se concentraient seulement sur les questions économiques, avec une approche objective.

3.1 Les privatisations italiennes

La perspective des privatisations italiennes fut discutée avec, surtout, les personnalités les plus importantes du marché anglais dans une rencontre qui se tint sur le yacht royal *Britannia*, le 2 juin 1992 au large de la ville de Civitavecchia, dans les eaux territoriales italiennes, entre personnages de la finance anglaise et internationale et de l'industrie et de la finance italienne ;[261] réunis pour

[261] On sait qu'y participaient entre autres, Mario Draghi, qui ensuite devint le président de la Banque centrale européenne et était alors le directeur général du ministère du Trésor; Herman van der Wyck, président de la banque Warburg; Lorenzo Pallesi, président de INA Assitalia; Jeremy Seddon, directeur exécutif de Barclays de Zoete Wedd; Innocenzo Cipolletta, directeur général de la Confindustria, la confédération des industriels italiens ; Giovanni Bazoli,

un séminaire sur les privatisations. Cette rencontre fut largement médiatisée par la presse italienne[262] et, selon les commentaires, ce fut pendant cette occasion qu'on décida de « solder » l'industrie italienne. Ce fut d'une certaine façon le premier signal des privatisations à venir. En effet, selon la presse, il s'agit plutôt d'un découragement des Anglais fait par les italiens, qui leur expliquaient les difficultés liées aux privatisations en Italie et la grande différence existant entre le système britannique et la situation italienne, soit au point de vue légale, soit, surtout, quant 'à la situation financière des entreprises à privatiser.[263]

Le premier signal concret fut le décret-loi n. 333/1992, converti en loi 8 août 1992, n. 359,[264] qui amena à la transformation de l'IRI, de l'ENI, de l'ENEL et de l'INA en sociétés par actions en donnant leurs actions au ministère du Trésor,[265] qui obtint aussi les actions de la BNL Spa[266] et de l'IMI Spa.

Ce fut le commencement réel du processus de privatisation en Italie. La partie la plus grande des ventes durant cette année fut faite par le ministère du Trésor : Telecom, I.N.A. (Institut National des Assurances), I.M.I. (Institut Mobilier Italien), et E.N.EL., la compagnie nationale pour l'énergie électrique. Une autre partie fut mise en vente par le groupe I.R.I. – Institut pour la Reconstruction Industrielle – qui plaça sur le marché la Banque Commerciale Italienne, le Credito Italiano, la compagnie sidérurgique ILVA et enfin la Società Autostrade. ENI avait mis en vente la Nuovo Pignone et des actions de l'ENIchem et de l'Agip Petroli.

Le processus de privatisation fut principalement mené à bien en 1992 par le gouvernement Amato, dernière émanation de l'ancien système politique, et par celui qui lui succéda en avril 1993, guidé par M. Carlo Azeglio Ciampi, ancien gouverneur de la Banque d'Italie et qui après devint président de la République. Celui de M. Ciampi fut un gouvernement considéré comme « technique », car il n'était pas composé par des membres des différents partis.

Les étapes de ce processus furent, en bref, les suivantes :

- La délibération du CIPE de 30 décembre 1992 concernant les directives relatives aux méthodes et procédures à suivre pour la transformation des participations de l'Etat en sociétés par actions et qui identifiait trois systèmes de vente, soit : OPV (offre de vente publique) à prix fixe pour une partie et, pour l'autre, à prix déterminé par une enchère ;

---

président du Banco Ambroveneto; Gabriele Cagliari, président de l'ENI, les économistes Luigi Spaventa et Beniamino Andreatta, ancien ministre et Peter Baring, président de la Banque Baring.

[262] Voir notamment GAGGI, M., « Convegno sul Britannia, sponsor la Regina - manager ed economisti invitati a un dibattito sul Mediterraneo, a bordo dello yacht della famiglia reale inglese », dans « Corriere della Sera », de 2 juin 1992, page 1; LAURENZI, L., « Quella reggia sul mare romantica e spartana... », dans « La Repubblica », de 3 juin 1992, page 23 et encore GAGGI, M., Inglesi in cattedra: « Privatizzazioni? Fate come noi », dans « Corriere della Sera », de 3 juin 1992, page 24.

[263] Selon le président de l'INA, Lorenzo Pallesi, l'Italie était : « *loin d'un vrai processus de privatisations pour des raisons culturelles, de système politique et de particularité des entreprises à céder* ». En plus, pouvait-on « *prendre sérieusement un gouvernement qui pense amener les privés dans une gestion d'assurances qui l'année dernière ont perdu 1.800 milliard*s? » Et M. Baldassarri dit : « *Pour privatiser on a besoin de 4 conditions: une forte volonté politique, un contexte social favorable, un cadre législatif clair, un bureau central du gouvernement qui coordonne tout le processus des privatisations. Chez nous aujourd'hui on n'en a pas une* », rapporté dans GAGGI, M., « Inglesi in cattedra: "Privatizzazioni?...» cité.

[264] Décret-Loi 11 juillet 1992, n° 333, *Misure urgenti per il risanamento della finanza pubblica* (mesures urgentes pour l'assainissement de la finance publique), dans « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », n° 162, de 11 juillet 1992, converti en loi avec des modifications par la Loi 8 août 1992, n° 359, publiée dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », n° 190, de 13 août 1992.

[265] Le capital social cumulé des IRI, ENEL, ENI et INA était évalué à 16 milliards de dollars/1992, soit, à peu près, 23 milliards d'euros 2012.

[266] Pendant les années suivantes, la majorité des actions de la BNL – Banca Nazionale del Lavoro (Banque Nationale du Travail) fut achetée par Paribas.

vente publique, négociation privée.[267] En suite, le Décret-loi n° 389/93 établit que la vente pouvait se faire seulement à travers l'OPV et la négociation privée avec une présélection des acheteurs.[268] Il est à considérer que l'intention du Gouvernement italien de suivre l'exemple anglais en constituant des « *public companies* » introduit, avec le décret-loi 389 de 27 septembre 1993, la « golden share ». La différence entre cette action spéciale en Italie et celle britannique du même nom était qu'en Italie elle n'était pas une « réserve actionnaire » qui permettait au ministère du Trésor d'exercer des droits permanents sur les sociétés à privatiser. Les pouvoirs « particuliers », tels que l'interdiction de résiliation et l'agrément des participations importantes, avaient une durée limitée dans le temps (pas plus que cinq ans) et pouvaient être utilisés seulement dans les secteurs stratégiques de la défense, des télécommunications, des transports et de l'énergie. Il faut remarquer aussi que les sociétés à privatiser avaient le pouvoir de limiter la possession d'actions à tout actionnaire, y compris le ministère du Trésor. Enfin, le décret-loi traita d'une façon très générique la participation des petits actionnaires à la gestion des entreprises à privatiser ;

- Le décret- loi[269] 23 avril 1993, n° 118, converti en loi n° 202 de 23 juin 1993 qui, en entérinant les résultats du référendum d'initiative populaire qui s'était tenu le 18 et 19 avril, supprimait le ministère des Participations d'Etat ;
- La directive du président du Conseil des ministres de 30 juin 1993 sur l'accélération des procédures de participation de l'Etat dans les sociétés par actions ;[270]
- La loi n° 432 de 27 octobre 1993*,* qui admettait que le paiement des actions des sociétés à privatiser sont faits avec des titres obligataires d'Etat et prévoit que, de toute façon, les bénéfices dégagés par les privatisations abondent un fond destiné à réduire la dette publique.[271]
- Le décret-loi numéro 198 de 21 juin 1993, converti en loi n° 292 de 9 octobre 1993, qui donnait les modalités de détermination du capital social des futures sociétés par actions,

[267] CIPE, Délibération de 30 décembre 1992, *Direttive concernenti le modalità e le procedure di cessione delle partecipazioni dello Stato nelle società per azioni derivanti dalla trasformazione degli enti pubblici economici e delle aziende autonome* (Directives relatives aux modalités et procédures de cession des participations d'Etat dans les sociétés par actions dérivant de la transformation des organismes publics économiques et des entreprises autonomes), publiée dans «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana » de 4 février 1993, n° 28.

[268] Ce décret de 27 septembre 1993, n° 389 et les décret-lois suivants de 29 novembre 1993, n° 486, de 31 janvier 1994, n° 75 et de 31 mars 1994, n° 216, ne furent pas convertis en loi, mais leurs dispositions furent intégralement recueillies et coordonnées dans le décret-loi 31 mai 1994, n° 332, *norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni,* (normes pour l'accélération des procédures de cession des participations de l'Etat et des organismes publics dans les sociétés par actions) publié dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana» de 1° juin 1994, n° 126, confirmé et converti en loi avec la Loi 30 juillet 1994, n° 474, *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni* (conversion en loi avec des modifications du décret-loi 31 mai 1994, n° 332, avec des normes pour l'accélération des procédures de cession de participations de l'Etat et des organismes publics dans les sociétés par actions), sur "Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana", de 30 juillet 1994, n° 177.

[269] Décret- loi 23 avril 1993, n° 118, *Disposizioni urgenti per la soppressione del Ministero delle Partecipazioni statali e per il riordino di IRI, ENI, ENEL, IMI, BNL e INA*, (dispositions urgéntes pour la suppression du ministère des Participations d'Etat et la réorganisation d'IRI, ENI, ENEL, IMI, BNL e INA), dans «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 24 avril 1993, n° 95.

[270] Directive de 30 juin 1993, avec laquelle *il Presidente del consiglio dei ministri ha proceduto alla cessione delle partecipazioni del Tesoro nella Banca commerciale italiana, Credito italiano, ENEL, IMI, Stet, Ina e Agip* (avec laquelle le président du Conseil des ministres a procédé à la cession des participations du Trésor dans la Banca commerciale italiana, Credito italiano, ENEL, IMI, Stet, INA et Agip).

[271] Loi 27 octobre 1993*,* n° 432**,** *Istituzione del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato* (Institution d'un fond pour l'amortissement des titres d'Etat), dans «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana » n° 257 de 2 novembre 1993.

avec exonération fiscales et prévoit la possibilité - selon l'article 2410 du Code civil[272] – pour ces sociétés d'émettre des titres obligataires même pour un montant supérieur à leur capital social total.[273] Le décret prévoit aussi la responsabilité illimitée de l'Etat pour toutes les obligations engagées par ces sociétés par actions, non seulement après, comme prévu par l'article 2362 du Code Civil,[274] mais aussi avant que l'Etat n'en devienne l'actionnaire unique.

Ceci était le cadre législatif et formel. Le processus de transformation vit simplement les organismes publics se transformer en sociétés par actions, mais leurs titres étaient encore propriété de l'Etat à 100%. Alors, si sur le plan formel ces sociétés étaient soumise aux mêmes règles de fonctionnement que les autres sociétés par actions, particulièrement quant à leur système de comptabilité, leur caractère demeura encore d'une certaine sorte public, ou au moins dans la sphère publique, grâce à leur actionnaire unique, qui, le cas échéant, était le ministère du Trésor.

Cela fut confirmé du point de vue du droit par une sentence de la Cour Constitutionnelle[275] de 1993, qui, en décidant sur un recours présenté par la Cour des Comptes quant à soustraire la comptabilité de l'IRI, de l'ENI, de l'INA et de l'ENEL au contrôle de la Cour elle-même et à l'essai du gouvernement de se soustraire au même contrôle, déclara que ces sociétés restaient sous le contrôle de la Cour de Comptes «a posteriori» pour ce qui était de leur gestion tant qu'elles ont eu l'Etat pour actionnaire unique ou majoritaire.[276]

La mise sur le marché des actions des sociétés issues des organismes économiques publics et de celles qu'ils contrôlaient commença tout de suite et, ce qui est important, sans aucune critique quant à leur évaluation, à leur prix et aux systèmes et paramètres d'évaluation, ni à cette époque, ni après.

Une directive du CIPE du 30 juin 1993 accueillie le même jour et publiée en qualité de directive du président du Conseil des ministres[277] énumérait sept sociétés publiques dont la mise en vente sur le marché devait être faite immédiatement : les trois banques Credito Italiano, Istituto Mobiliare Italiano et Banca Commerciale Italiana, l'INA, institut national des assurances, l'ENEL, l'organisme de production d'électricité, la STET[278] et l'AGIP, cette dernière étant l'Agence Italienne du pétrole.

---

[272] *Codice civile con la Costituzione e le principali leggi speciali* (publié par R. Nicolò et A. di Majo), Milano, Giuffré, 1981, Livre V, « du Travail », Capo V, *De la société par actions*, Section VII "Des obligations", article 2410, *Limites à l'émission d'obligations*, page 372.

[273] Decrét-loi 21 juin 1993, n° 198, *Norme urgenti sull'accertamento definitivo del capitale iniziale degli enti pubblici trasformati in società per azioni, ai sensi del capo III del decreto-legge 11 luglio 1992, n. 333*, (normes urgentes sur la vérification définitive du capital initial des organismes publics transformés en sociétés par actions, selon le troisième paragraphe du décret-loi 11 juillet 1992, n° 333) dans «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana » 22 giugno 1993, n° 144 et loi 9 août 1993, n° 292, dans «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 12 août 1993, n° 188.

[274] *Codice civile*, édition citée, Livre V, « du Travail », Capo V, *De la société par actions*, Section V "Des actions", article 2362, *Actionnaire unique*, page 362.

[275] Cour Constitutionnelle, Sentence n° 466, décidée à Rome le 17 décembre 1993 et déposée au Greffe de la Cour le 28 décembre 1993, consultée le 24 janvier 2012 sur le site http://www.giurcost.org/decisioni/index.html.

[276] Idem, page 12. La Cour parla seulement de « *participation exclusive ou majoritaire de l'Etat au capital actionnaire* » sans spécifier si cette majorité des actions détenues par l'Etat devait être absolue – soit plus du 50% – ou relative.

[277] Directive du Président du Conseil des Ministres de 30 juin 1993, *Accelerazione delle procedure di cessione nelle partecipazioni di Stato nelle S.p.a. derivanti dalla trasformazione degli enti pubblici economici*, (Accélération des procédures de cession dans les participations d'Etat dans le S.p.A. dérivants de la transformation des organismes publics économiques), publiée dans la «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 5 juillet 1993, n° 155.

[278] La STET – acronyme de Società Torinese per l'Esercizio Telefonico – était le nom officiel de l'entreprise italienne de l'IRI qui travaillait dans les télécommunications.

Ces opérations furent très bien accueillies par le public et la souscription des titres fut terminée très rapidement. Toutefois les autorités italiennes se souciaient de prendre des dispositions en faveur d'une croissante tutelle sur les investisseurs présents dans les sociétés vendues et à vendre; cela ralentit un peu les opérations suivantes. En février 1995 on calculait que les ventes déjà faites avaient apporté à l'Etat italien 20.750 milliards de lires (environ 10,16 milliards d'euros 2001) et que les ventes faites par ENI montaient à 4.094 milliards de lires (un peu plus que 2,114 milliards d'euros/2001).

Au commencement du 1995 se posa un problème. La privatisation des sociétés qui géraient des services publics en situation de monopole avait posé quelque question dès le commencement des privatisations en 1993. Dans les secteurs des services publics, en effet, la privatisation de l'entreprise allait de pair avec une libéralisation de l'activité à laquelle elle se livrait jusqu'alors d'une manière exclusive. Ainsi, dans le secteur de l'électricité, où la production et la distribution étaient strictement réglementées et où le marché ne fonctionnait pas à plein, se posa la question de savoir quelles étaient les limites d'une possible libéralisation et si une tutelle du secteur par une autorité de contrôle était nécessaire. À cet effet, on décida qu'avant d'effectuer la privatisation d'ENEL on devait cerner les perspectives de fonctionnement et de développement de l'activité une fois libéralisée. En conséquence, la mise sur le marché des actions d'ENEL et de celles des Chemins de Fer n'aurait été faite qu'après l'entrée en fonction des autorités de contrôle sur les deux secteurs concernés, soit ceux de l'énergie et des transports.

Quant à ENEL, on pensa à diverses solutions : celle du maintien de l'unité de l'entreprise après sa privatisation, ou celle – toute opposée – de son démembrement en trois sociétés distinctes assurant respectivement la production, le transport et la distribution et vente de l'électricité. Il s'agissait d'un choix ressemblant au modèle anglais.

La victoire de la coalition de centre-droit au printemps 1994 et le premier gouvernement Berlusconi ne changeaient rien, parce que se passa un véritable coup d'Etat « en blanc » qui, grâce à la coopération entre la magistrature, la gauche défaite et le président de la République, bouleversa le résultat des élections en amenant à la tête du gouvernement en janvier 1995 l'ancien gouverneur de la Banque d'Italie, M. Lamberto Dini, officiellement indépendant en tant que « technicien » mais en fait soutenu par une coalition de centre-gauche, qui résista jusqu'aux élections du 1999.

Selon le programme de M. Dini, on devait procéder à partir de 1995 à la privatisation de la seconde tranche d'INA et aux premières tranches d'ENEL, STET et ENI.

En théorie ces trois premières tranches étaient soumises au vote d'une loi instituant des autorités de contrôle indépendantes des services publics et destinées à réglementer les tarifs et à contrôler la qualité des services. Mais, en réalité, la privatisation de la première tranche de l'ENI avait été décidée par le gouvernement avant même l'adoption de cette loi, soit le 27 octobre 1995.

Dès 1992 à 1999 les compagnies publiques, ou leurs filiales, rapportaient à l'Etat italien environ 185.000 milliards de lires (un peu plus de 95,5 milliards d'euros/2001),[279] soit un montant égal à 12,3% du PIB de 1992. « *En moyenne entre 1992 et 1999 la vente de participations ou de propriétés publiques a donné des gains égaux à 1,5 point du PIB du 1992* »[280] et un peu moins de 8% du PIB de la période 1993-1999.

Le tableau 8 (voir infra, page 107) donne une vision d'ensemble des lois de privatisations en Italie entre 1990 et 1995. Les gains dans cette période dépassaient 100.000 milliards de lires, (environ 51,645 milliards d'euros/2000)

[279] 1 euro était égal à 1.936,27 lires italiennes.

[280] De NARDIS, S., "Privatizzazioni, liberalizzazioni, sviluppo", dans DE NARDIS, S. (sous la direction de), *Le privatizzazioni italiane*, Bologna, il Mulino, 2000, page 15.

Tableau 8[281]

Lois	Matière
Loi 218/1990	Transformation des banques publiques en sociétés pour actions
Loi 359/1992	Transformation d'IRI, ENI, ENEL et INA en sociétés pour actions
Réorganisation d'IRI, ENI, IMI, BNL, ENEL, INA	Choix de la technique de vente et des objets stratégiques
Loi 33/1993	Suppression de l'EFIM
Décret 174/1993	Suppression du Ministère des participations d'Etat
Loi 474/1994	Règles à suivre pour la cession des participations actionnaires de l'Etat et possibilité de la Golden Share pour l'actionnaire public dans les entreprises privatisées
Loi 481/1995	Création de l'Autorité pour les Télécommunications et l'énergie électrique et le gaz

Il faut souligner que 31,6% des compagnies privatisées venaient du secteur bancaire et des assurances, 33,2% des compagnie privatisées de celui des télécommunications (Telecom, STET), 13% de celui des transports, 2,8% de la presse, 3,4% du secteur alimentaire, 4,6% du secteur de l'acier et 11,5% d'autres secteurs. [282]

3.2 Les privatisations en Italie : commentaires et critiques

La quantité de publications faites sur les privatisations en Italie est tellement grande qu'on peut seulement donner quelques petites indications de ce qu'on a écrit avant,[283] pendant[284] et

[281] Source: DE NARDIS, S. (sous la direction de), *Le privatizzazioni italiane*, Bologna, il Mulino, 2000, page 91.

[282] MARTUFI, R. "Lo stato delle privatizzazioni in Italia", dans "Proteo", année 2002 n. 2, page 2.

[283] Sur la situation avant les privatisations ou à leur commencement, il est utile à consulter pour avoir un cadre général: BANCA D'ITALIA, *Relazione del Governatore sull'esercizio 1992*, Roma, Banca d'Italia, 1993; BARCA F., *Il capitalismo italiano, storia di un compromesso senza riforme*, Roma, Donzelli, 1999; CER/IRS, *Terzo rapporto sull'industria e la politica industriale italiana*, Bologna, Il Mulino, 1989; PADOA-SCHIOPPA, T., *Il processo di privatizzazione: sei esperienze a confronto, Audizione alla Commissione parlamentare del 16/10/1991*, Roma, Banca d'Italia, 1991; MINISTERO DEL TESORO, *Libro verde sulle partecipazioni dello Stato*, Roma, Ministero del Tesoro, 1992..

[284] BANCA D'ITALIA, *Relazione del Governatore sull'esercizio 1999*, Roma, Banca d'Italia, 2000; CHIRI, S. – PANETTA, F., "Privatizzare: come?" dans *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali*, Roma, Banca d'Italia, 1994; COSTAMAGNA C., "L'obiettivo è la public company", dans "Il Mulino", n. 1, 1993; DE NARDIS, S., "Privatizzazioni, liberalizzazioni, sviluppo: introduzione e sintesi", dans DE NARDIS, S., (sous la diréction de), *Le privatizzazioni italiane*, Bologna, il Mulino, 2000; GALLI G., "Privatizzazioni e riforma della regolamentazione in Italia," dans "Rivista Trimestrale di diritto pubblico", n. 2/1998; FULGHIERI, P. – ZINGALES, L., "Privatizzazioni e struttura del controllo societario: il ruolo della "public company"", dans GIAVAZZI - PENATI - TABELLINI (sous la diréction de), *Liberalizzazioni dei mercati e privatizzazioni*, Bologna, il Mulino, 1998; GIAVAZZI, F., "Privatizzazioni, liberalizzazione dei mercati e assetto proprietario delle imprese: alcuni falsi dilemmi", dans "Stato e Mercato", n° 47, agosto 1996; GOLDSTEIN, A. – NICOLETTI, G., "Le privatizzazioni in Italia 1992-1995: motivi, metodi, risultati", dans MONORCHIO, A. (sous la diréction de), *La finanza pubblica italiana dopo la svolta del 1992*, Bologna, Il Mulino, 1996; IRS, *Rapporto IRS sul mercato azionario 1997*, Milano, Il sole 24 ore Libri, 1997; LO PASSO, F. – MACCHIATI, A., "La ristrutturazione dell'impresa pubblica in Italia negli anni novanta. Il caso di IRI ed Eni", dans GIAVAZZI - PENATI - TABELLINI (sous la diréction de), *Liberalizzazioni dei mercati e privatizzazioni*, Bologna, il Mulino, 1998; MASERA, R., "Le privatizzazioni in Italia" dans *Saggi di finanza- L'integrazione monetaria e finanziaria dell'Italia in Europa*, Milano, Il Sole-24 Ore Libri, 1996; MESSORI, M. – PADOAN, P.C. – ROSSI, N., *Proposte per l'economia italiana*, Bari, Editori Laterza, 1998; MICOSSI, S. , "Fuori dall'economia pubblica, via libera al mercato" dans "Il Mulino" n. 1, 1993; MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Documento di programmazione economica e finanziaria*, Roma, Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2001; MEDIOBANCA, *Le principali società italiane*, Milano, 1992; POLETTI C. - RANCI P., "L'industria elettrica verso la

immédiatement après[285] le processus de privatisation, qui dura longtemps. Il va de soi qu'on n'indiquera nécessairement dans cette liste que toutes les œuvres qui méritent une plus ample citation et qui pourront être citées quand ce sera nécessaire. M. Luciano Vasapollo[286] peut être considéré comme un bon introducteur au problème car il dit :

> « *en Italie l'espoir d'un remède à la dette publique a animé toute la première phase du débat sur les privatisations, en se reflétant d'une façon concrète dans les orientation gouvernementales.*
> *Dans le discours tenu aux Chambres le 6 mai 1993, le président du Conseil Ciampi affirma que les cessions n'auraient pas été faites "pour soulager les charges financières de l'Etat". Ensuite, le comportement du gouvernement s'est différencié d'une façon concrète de celui des deux gouvernements qui l'avaient précédé pour au moins deux raisons.*
> *En premier lieu, les recettes dérivées de la vente des participations publiques n'ont pas été enregistrées dans la loi de finance, en reconnaissant en même temps leur caractère exceptionnel et la difficulté d'en prévoir l'exact montant pendant le moment de la réalisation effective. On se souviendra que la loi de finance 1992 prévoyait 15.000 milliards de lires de recettes extraordinaires venant de la transformation des groupes publics en société par actions et du placement des participations sur le marché mobilier. Les recettes données par la cession de ces participations avaient un caractère exceptionnel mais n'étaient pas destinées d'une façon explicite à la réduction de l'endettement. De cette façon on se contentait de limiter la dépense, vu que d'une manière implicite on confondait un bénéfice temporaire avec un redressement structurel.*
> *La loi budgétaire 1993 avait introduit quelques nouveautés, en destinant les 7.000 milliards prévus à un fond d'amortissement de la dette publique. Mais il s'agissait d'une solution partiale. Si l'objectif reste celui de diminuer l'endettement, l'insertion dans le budget des hypothétiques*

---

privatizzazione" dans "Contributi di ricerca Irs" n° 32/1995; PRODI, R., "Un modello strategico per le privatizzazioni" dans "Il Mulino" n° 5/1992; SIGLIENTI, S., *Una privatizzazione molto privata*, Milano, Mondadori, 1996; ZANETTI, G. – ALZONA, G., *Capire le privatizzazioni*, Bologna, Il Mulino, 1998.

[285] AFFINITO, M., - DE CECCO, M. – DRINGOLI, A. *Le privatizzazioni nell'industria manifatturiera italiana*, Roma, Donzelli, 2000; FORESTI, C., "Le privatizzazioni in Italia e nei principali paesi europei", dans "Note Centro Studi Confindustria", n° 01-3, del 15/6/2001; INZERILLO, U. – MESSORI, M., "Le privatizzazioni bancarie in Italia", dans DE NARDIS, S., (sous la diréction de), *Le privatizzazioni italiane*, Bologna il Mulino, 2000; KOSTORIS PADOA SCHIOPPA, F., "Budgetary policies and administrative reform in contemporary Italy", dans "Deadalus", primavera 2001; LA SPINA, A. – MAJONE, G., *Lo Stato regolatore*, Bologna, Il Mulino, 2000; MACCHIATI, A., *Privatizzazioni tra economia e politica*, Roma, Donzelli, 1996; MALGARINI, M., "Le privatizzazioni in Italia negli anni Novanta: una quantificazione", dans DE NARDIS, S., (sous la diréction de), *Le privatizzazioni italiane*, Bologna, il Mulino, 2000; MINISTERO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA, *Rapporto sulle riforme economiche*, Roma, Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, 2000; MINISTERO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA, *Libro Bianco sulle operazioni di privatizzazioni 1996-2001*, Roma, Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, 2001; OECD, *Regulatory reform in Italy*, Paris, 2001; R. & S., *Le privatizzazioni in Italia dal 1992*, Milano, R&S, 2000;

[286] M. Vasapollo est professeur de statistique d'entreprise dans le Departement de Comptabilité Nationale et Analyse des processus sociaux de la Faculté de Statistique de l'université de Rome 1 La Sapienza.

recettes venant des cessions permit seulement d'obtenir le résultat de la réduction du déficit primaire.» [287]

Fabio Tamburini, professeur à l'Université de Naples décrivait les privatisations en disant :

« *Pourquoi les privatisations ? on peut indiquer au moins trois raisons : 1) L'Italie a un système d'économie publique particulièrement grand comparé à ceux des autres pays industriels. L'Etat entrepreneur a été important dans la plus grande partie de l'économie industrielle et financière, 2) la deuxième raison est de procéder au redressement des comptes publics, dont la situation est bien connue ; 3) la troisième raison est que à travers les privatisations on peut améliorer qualité et efficience des services dans des secteurs tels que les télécommunications, le pétrole, et les banques. Ces trois raisons sont décisives pour privatiser. Toutefois elles cachent une vérité bien plus complexe. Par exemple la présence de l'Etat entrepreneur en Italie est très forte, mais il est vrai aussi que tous les pays ne font pas des choix analogues quant aux rapports entre économie publique et privée.*
La Grande Bretagne, par exemple, a par étapes forcées démantelé complètement l'Etat entrepreneur. Dans le secteur bancaire, en France, l'intervention publique est très forte. Le secteur énergétique et des télécommunications est public lui aussi. En considérant le cas de l'Allemagne, nous avons une situation analogue. Quant aux comptes publics sinistrés, c'est impossible de penser à un redressement à travers les privatisations. **»**[288]

De son coté, M. Carlo Favero, professeur d'économétrie à l'Université milanaise Bocconi, soutint que la stabilisation du rapport entre endettement et PIB en Italie pouvait être obtenue seulement à travers un processus de privatisations de grandes dimensions.[289] Mais MM. Lo Cicero et Cerasuolo lui répondaient indirectement en disant que le redressement des finances publiques à travers les privatisations n'était pas possible car il n'est pas possible de la redresser avec des telles recettes sporadiques sans y adjoindre une pareille diminution du déficit provoqué par la gestion publique et en concluant que la politique de privatisation faite en Italie après 1992 n'avait pas obtenu après un an un résultat vraiment probant, soit en raison de caractères historiques, soit, surtout, en raison du penchant des familles à investir leur épargne en titres de la dette publique.[290]
Mme Martufi et M. Vasapollo de l'Université de Rome, en suivant une ligne qui privilégie le côté social, diront :

---

[287] VASAPOLLO, L., "La via alle *privatizzazioni* nel modello capitalistico italiano. Un'indagine statistico-aziendale", dans "Proteo", anno I, n.1/1998, page 18.
[288] SIGLIENTI, S. - TAMBURINI, F., "Le privatizzazioni e il mercato finanziario", communication au séminaire "Le privatizzazioni e il mercato finanziario" (Les privatisations et le marché financier), fait à Naples, Université Federico II, faculté d'Economie, le 17 avril 1997, dans "Rivista di storia finanziaria", n° 1 juillet-décembre 1998, pages 17-18, site web http://www.delpt.unina.it/stof/indice.html
[289] FAVERO, C. A., "Privatizzazione e stabilizzazione del debito pubblico in Italia", cette démontration est dans la troisième et dernière partie de son essai, publié dans "Politica economica", n° 2/1992, page 116.
[290] LO CICERO, M. - CERASUOLO, S., "Privatizzazioni e mercati finanziari" dans "Rassegna economica", n° 1, janvier-mars 1993, page 120.

> « *C'est évident, donc, que dans le cours des années quatre-vingt-dix l'Italie a été le pays qui a réalisé le plus de privatisations, se plaçant deuxième après la Grande-Bretagne. Les énormes opérations de cession et de privatisation ont été faites, ou au moins ont été présentées, en substance pour réduire la dette publique en Italie. Mais en réalité la logique néolibérale des privatisations est celle de démanteler le droit au travail et les droits du travail, est celle d'un capitalisme « sauvage », sans règles, qui poursuit la pure réalisation du profit sans scrupules, en créant aussi des terribles problèmes sociaux en termes d'augmentation du chômage et de baisse de la qualité de la vie en général. Le processus de privatisation s'accompagne de réorganisation, d'innovation technologique, avec des déménagements d'activités à l'extérieur des entreprises et avec des délocalisations et des licenciements ; il continue à se fonder sur la baisse de l'occupation ; les politiques entrepreneuriales les meilleures ne peuvent pas être fondées sur majeur profit dérivant d'une plus marquée baisse occupationnelle*. »[291]

M. Eugenio Caruso, dira sèchement: «*privatisations : erreurs et superficialités*.»[292]
Et La Cour des Comptes déclara vingt ans après le commencement du processus de privatisations :

> « *L'analyse des modalités du déroulement du processus de privatisation met en évidence une série d'aspects critiques importants, qui vont du niveau élevé des coûts subis et de leur incertain monitoring à la faible transparence de certaines procédures utilisées dans une série d'opérations, au peu de clarté du cadre de la division des responsabilités entre administration, contracteurs et organes de conseil jusqu'à l'emploi, pas toujours rapide, des revenus à la réduction de la dette…..* »[293]
>
> «*Les structures administratives de l'Etat s'organisaient mieux avec le temps; et cela leur a permis de faire des opérations qui, dans la première partie des privatisations, avaient été déléguées à des conseillers et à des contracteurs externes, avec tous les risques qu'on peut bien imaginer quant aux potentiels conflits d'intérêt, sans parler des coûts payés, qui furent officiellement d'environ 2,2 milliards d'euros. Encore, on remarqua des incohérences notables et pas complètement expliquées dans les comptabilisations. Les dépôts au Fondo Ammortamento dei Titoli di Stato furent souvent faits avec un fort retard, en donnant la possibilité de les exploiter temporairement à pourvoir à des exigences de liquidité du Trésor, avant d'optimiser la gestion opérationnelle de la dette publique.*» [294]

---

[291] MARTUFI, R. – VASAPOLLO, L., "Rassegna sullo stato delle privatizzazioni: linee d'indagine", dans "Proteo", anno X, n° 2/2007, http://www.proteo.rdbcub.it/stampa.php3?id_article=573

[292] CARUSO, E., "Privatizzazione delle imprese di Stato: errori e superficialità", dans "Impresa Oggi", de 25 avril 2004; http://www.impresaoggi.com/

[293] MAZZILLO, L. (relatore), *Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche* (objéctifs et résultats des opérations de privatisation de participations publiques), Roma, Corte dei conti - Sezione centrale di controllo sulla gestione delle amministrazioni dello Stato - Collegio di controllo sulle entrate, 10 febbraio 2010, page 7.

[294] MAZZILLO, L., opus cité, pages 7-9.

> « *Quant aux "utilities" il faut observer que l'augmentation des bénéfices des entreprises régulées en grande partie n'est pas due à une plus grande efficience du coté des coûts, mais à l'augmentation des tarifs qui, en fait, sont bien plus élevées que celles demandé aux utilisateurs d'autres pays européens, sans que les données à disposition nous donnent des conclusions univoques sur l'effective efficacité de ces augmentations à la promotion des politiques d'investissement des sociétés privatisées* ».[295]

Dans ce tourbillon il faut bien distinguer en Italie les différentes privatisations. Par exemple celle du secteur alimentaire fut davantage considérée comme une sorte de cadeau aux grands groupes étrangers plutôt que une bonne affaire pour l'Etat italien, qui fut accusé d'avoir gagné bien moins de ce qu'aurait été le vrai prix de marché. La même accusation fut faite pour la privatisation du secteur de l'acier, qui fut vendu à des groupes italiens et étrangers.
Du point de vue strictement économique le bilan des privatisations après 15 ans était positif, car, selon MM. Barucci et Pierobon: «*Les résultats permettent quelques considérations intéressantes. Avant tout, la profitabilité des entreprises augmente après la privatisation.*»[296]
M. Giovanni Foresti, du Centre d'Etudes de la Confindustria, la Confédération des Industriels italiens, dit :

> « *Le processus de privatisation italien a contribué d'une façon significative à l'assainissement des comptes publics, à accroître les dimensions du marché financier, à relancer les entreprises en cours de privatisations et à une présence mineure de l'Etat dans l'économie. L'utilisation de recettes données par les privatisations pour abaisser la dette publique a contribué à réduire d'environ 20.000 milliards l'argent nécessaire à payer les intérêts sur la dette publique.*[297] *En termes d'élargissement du marché italien des capitaux, on a indubitablement obtenu des résultats importants.* »[298]

Et la Confédération des Industriels elle même affirmait officiellement devant le Parlement :

> « *Douze ans après le commencement du processus des privatisations, les résultats semblent satisfaisants en termes de recettes encaissées et de récupération d'efficience pour les ex-entreprises publiques*.»[299]

Mais M. Giuseppe Pennisi, de l'Ecole Supérieure de l'Administration Publique et M. Salvatore Zecchini, de l'Université de Rome 2 disaient d'une seule voix: « *Les privatisations: une reforme incomplète.* »[300] On va voir pourquoi.

---

[295] MAZZILLO, L., Ibidem.
[296] BARUCCI, E. - PIEROBON, F., "Le privatizzazioni in Italia: progetto o navigazione a vista? Recupero di efficienza o rendita?", page 597 dans
http://www.unicreditreviews.com/riviste.php?vis=1&TestataID=2&AnnoID=3&RivistaID=29
[297] Dans son Livre Blanc sur les opérations de privatisations, le ministère du Trésor calcula à 19.500 milliards de lires les économies courantes et futures en termes d'intérêt évités, grâce aux recettes des privatisations.
[298] FORESTI, G., "Le privatizzazioni in Italia e nei principali Paesi europei", dans "Note del C.S.C.", n° 01-3 del 15/6/2001, Rome, Centro Studi Confindustria, 2001.
[299] CONFINDUSTRIA, *Indagine conoscitiva sul processo di privatizzazione in Italia – audizione di Confindustria alla Commissione Bilancio della Camera dei Deputati*, Roma, 18 maggio 2004, page 14.

Partie III

L'impact de la privatisation de l'ENI sur la gouvernance

Pour comprendre si et comment la privatisation a changé la gouvernance de l'ENI, il faut avant tout rappeler certaines notions de gestion d'entreprise, pour voir si et comment les théories de la gestion ont trouvé une application dans le groupe.
Mais il faut aussi se rappeler que le groupe ENI était une entreprise de l'Etat italien, avec tout ce que cela impliquait, soit : peu d'efficience, personnel en quantité excessive face aux vraies nécessités de l'entreprise ; de plus, il s'agissait d'un personnel qui souvent n'était pas là parce qu'il savait bien travailler, mais parce que quelque politicien l'avait placé là, en exploitant le domaine de la politique sur cette partie du milieu économique de la nation. Comme on le verra dans cette troisième partie, ENI commença vraiment à s'adapter aux principes et règles de gestion d'entreprise seulement une fois la privatisation achevée. En d'autres termes, on pourrait dire sans être démenti que l'économie italienne – et ENI avec elle – commença sa vraie vie selon les règles du marché seulement après les privatisations. Tout ce qui dans des autres pays capitalistes était normal, un fait acquis, était tout à fait neuf pour l'Italie et pour ENI. Nous l'avons vu à propos de la situation avant les privatisations ; nous avons écrit comment se déroulaient les privatisations et les problèmes au moment de l'évaluation de prix de l'ENI. Maintenant il faut voir ce qui se passa après, en termes de changement de gestion. La vraie gestion d'entreprise était quelque chose qu'on connaissait en théorie, que quelqu'un, tel que l'administrateur délégué M. Bernabé avait appliqué dans sa période de travail à l'étranger, mais que personne n'avait utilisé chez ENI en l'appliquant à son organisation. Il faut souligner que dans l'ample domaine de la science de la gestion d'entreprise, ce qui s'est passé chez ENI a été suivi et étudié par les économistes italiens, donc il a paru plus utile de se concentrer surtout sur eux, sans oublier les travaux d'économistes d'autres pays, notamment les américains, qui avaient été étudiés dans les universités italiennes, ou qui, en ayant été publiés dans des revues internationales, avaient certainement été connus par des dirigeants d'entreprise italiens. Certes, la théorie de la gestion d'entreprise est tellement ample qu'il est impossible de donner des indications détaillées et, surtout, relatives au domaine pétrolier, gazier, de la chimie et des autres milieux entrepreneurials de l'ENI pour voir la littérature existante à ce propos et, ensuite, si, combien et comment elle a été mise en pratique, domaine par domaine, dans le groupe ENI. Il devrait être suffisant de rappeler les lignes générales des théories de gestion et ensuite voir avant tout si elles ont été appliquées par ENI, de quelle façon, avec quelles adaptations et ce que certains experts en ont dit. Après on pourra se faire une idée plus claire des résultats du changement dans la gestion et de l'application de certains principes en regardant les données rapportées dans les bilans et dans les rapports annuels de l'ENI.
Pour s'en faire une idée la plus complète possible on a choisi d'examiner tous bilans et rapports du commencement de la privatisation à 2013. Il est vrai que normalement on prend en considération une période limitée à trois ans, mais cela pourrait ne pas permettre – et en effet le cas échéant aurait pu empêcher, comment on le verra ensuite, dans les chapitres 3 et 5 de cette troisième partie – de comprendre si la gestion après la privatisation avait vraiment été bonne ou non et pourquoi.

[300] PENNISI, G. – ZECCHINI, S., "Le privatizzazioni: una riforma incompiuta" dans, OLITA, S., (sous la diréction de), *Liberalismo, luci ed ombre*, *Rapporto 2001*, 2° rapporto sul processo di liberalizzazione della società italiana (2ème rapport sur le processus de libéralisation de la société italienne), Roma, Società Libera, 2001.

Le chapitre 1 rappelle quelques notions de gestion d'entreprise, en parlant de l'entreprise comme système et comme organisation et de ses fonctions. Le chapitre 2 est l'examen de comment se passa la réorganisation de l'ENI après la privatisation, en prenant en compte avant tout la réorganisation de la structure et du personnel pendant les premiers dix années. Le chapitre 3 est dédié à l'évolution du capital soit aux effets de la privatisation et de la nouvelle gestion vus à travers les données numériques, explication synthétique et claire de la situation de l'ENI année par année et de son évolution pendant les vingt ans après la privatisation. Le chapitre 4 est une sorte de parenthèse, car il parle de la stratégie de l'ENI après la privatisation et est un commentaire aux chiffres rapportés dans le chapitre précèdent. Le cinquième chapitre passe des données absolues à celles relatives : il met les résultats de l'ENI en comparaison avec ceux des entreprises qui travaillent dans le même secteur pour comprendre si, au delà de la position de l'ENI dans la liste des entreprises les plus importantes du monde en termes de chiffre d'affaires et de revenus – données incontestables – ses résultats ont été autant, moins ou plus bons que ceux des concurrents qui opèrent dans le domaine du pétrole et du gaz et pourquoi. Enfin, dans le chapitre 6, en passant à travers un cas qui démontre les résultats de la gestion de l'ENI pour le client – le citoyen italien – on essaye de répondre à la question qui est le titre de cette thèse - La privatisation peut-elle modifier la gouvernance ? - en donnant, enfin, les conclusions. Une dernière chose à propos du mot « gouvernance ». En 2004 Gérard Charreaux écrivait : « *Contrairement à ce que le terme, ambigu, de gouvernement ou de gouvernance des entreprises conduit parfois à conclure, les théories de la gouvernance n'ont pas pour objet d'étudier la façon dont les dirigeants gouvernent – ce qui conduirait à confondre la gouvernance avec le management –, mais celle dont ils sont gouvernés.* »[301] Mais, peut être grâce à cette ambigüité, le mot dans la pratique désigne officiellement – au moins dans l'Union européenne la gouvernance « …*comme le système par lequel les entreprises sont dirigées et contrôlées*»[302] soit il désigne le système formé par l'ensemble des processus, réglementations, lois et institutions destinés à cadrer la manière dont non pas les seuls dirigeants, mais toute l'entreprise est dirigée, administrée et contrôlée et c'est en ce sens que cette étude se déroule.

[301] CHARREAUX, Gérard, *Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux*, Dijon, Cahier du FARGO n° 1040101, 2004, page. 1.

[302] Définition donné officiellement par l'Union européenne dans la *COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU CONSEIL ET AU PARLEMENT EUROPÉEN - Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne - Un plan pour avancer*, de 21 mai 2003, paragraph 3.1, http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:FR:NOT

Chapitre 1

La gouvernance et la gestion d'entreprise

Le premier chapitre s'ouvre en parlant de la gouvernance, soit en donnant une définition, soit en parlant des questions générales sur la gouvernance, soit en donnant des idées des Systèmes de gouvernance d'entreprise. A partir du quatrième paragraphe, on commence à entrer un peu plus dans le détail, en parlant des parties impliquées dans la gouvernance d'entreprise, des principes théoriques et pratiques de gouvernance, en énumérant les mécanismes et contrôles internes et externes, les modèles de gouvernement, les codes et lignes directrices. Ensuite on a une partie sur la gouvernance d'entreprise et ses liens avec la performance des entreprises, en exposant les questions liées à la composition du conseil d'administration, à la rémunération des administrateurs et à des problèmes tels que la dégénérescence des incitations liées à la performance et à celle situation qu'on retrouve dans les entreprises italiennes et qui est appelée des « boîtes chinoises »

1.1 La gouvernance

Les changements dans l'économie, le développement global et l'innovation des produits ont donné de profonds changements dans l'organisation de la production et de la répartition de l'emploi dans toutes les entreprises.
D'une économie basée sur la fabrication nous sommes arrivés à une économie postindustrielle, basée sur l'expansion des services, parce que les consommateurs sont de plus en plus intéressés aux services liés à la vente des produits.
Ce renouvellement a changé le produit, parfois dans le sens physique aussi, et en a changé souvent les conditions d'achat et l'utilisation, avec un fort impact sur les aspects intangibles. Les entreprises ont dû avoir plus d'idées que dans le passé et se réorganiser constamment pour suivre l'évolution liée à la nouvelle organisation internationale du travail et donc elles se sont trouvées devant des problèmes de gouvernance, question complexe et pas simple à approcher.
En effet, selon, par exemple Yvon Pesqueux[303] :

> «*La question de la gouvernance présente la caractéristique de pouvoir être abordée aussi bien sous un angle philosophique (essentiellement de l'ordre de la philosophie politique et morale) que sous un angle sociologique, économique et juridique. Elle devient un objet de réflexion central dans les pays « anglo-américains » dans le courant des décennies 70 et 80 dans la perspective de construire une sorte de « démocratie morale » ayant conduit à un consensus autour de « principes » liés à l'efficience (et non pas à une doctrine politique) par la mise en avant de perspectives telles que celles de la légitimité, de l'efficacité, de la justice, de l'accountability, mais avec l'absence d'une position sur la souveraineté et une position très ambiguë sur la dimension juridique. La gouvernance, dans sa vocation à fonder la légitimité d'une soft law, aussi bien du point de vue du droit des affaires que du droit*

[303] Professeur de développement des systèmes d'organisation au Conservatoire national des arts et métiers.

> *constitutionnel vient construire le volet juridique de l'institutionnalisation de l'organisation*»[304]

La matière est complexe, l'approche en est par conséquent très articulée et fut à l'origine à beaucoup de théories.
Un des points clés dans le domaine de la gestion d'entreprise est celui des problèmes nés de la séparation entre propriétaire et gestionnaire de l'entreprise, d'où la théorie de l'agence.[305] L'origine de ce « dilemme » est à retracer dans l'œuvre de Adam Smith qui, en 1776, dans son livre *Recherche sur la nature et les cause de la richesse des nations*,[306] en parlant des compagnies commerciales anglaises de sa période, caractérisées par un grand nombre d'actionnaires, fit des différences à propos de leurs directeurs et les divisa en quatre types, selon le type de leur engagement et éventuelle participation dans la compagnie, en concluant que, pour les compagnies par actions :

> « *Les directeurs de cette sorte de compagnies étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que des associés apportent souvent dans le maniement de leurs fonds*. »[307]

Personne ne nia cette considération et les autres que Smith fit à propos de ce qui ensuite fut appelé « gouvernance ». Le problème fut repris aux Etats-Unis trois ans après la grande crise de 1929 par Adolf Berle et Gardiner Means, qui, en 1932, dans leur livre *The Modern Corporation and Private Property* [308] firent un développement des théories de Smith, en étudiant le problème de la relation entre la performance des firmes et la structure de propriété et les problèmes suscités par la séparation des fonctions de propriété et de décision. Cette séparation conduit à des conceptions managériales de la firme où les dirigeants étaient censés poursuivre d'autres objectifs que la maximisation de la valeur de marché du patrimoine des actionnaires.[309]
Pendant les années 1980 furent développées trois conceptions principales à propos de la liaison entre la performance de l'entreprise et la structure de propriété:

1. la thèse de la « convergence des intérêts »,
2. la thèse de la « neutralité »,
3. la thèse de « l'enracinement »

---

[304] PESQUEUX, Yvon, *Gouvernance et privatisation*, Paris, PUF, collection « la politique éclatée », 2007.
[305] La théorie de l'agence ou dilemme de l'agence s'occupe du problème des relations entre principal et agent à l'intérieur de la même unité économique et de ses conséquences. En ligne générale on peut en parler comme d'un contrat fait par une ou plusieurs personnes (le principal, soit le propriétaire) qui engage une autre personne (l'agent, l'administrateur délégué) pour exécuter une tâche quelconque, en délégant à l'agent un certain pouvoir ; une bonne synthèse est dans CHARREAUX, Gérard, *Structure de propriété, relation d'agence et performance financière*, Dijon, CREGO-IAE, 1989.
[306] SMITH, Adam, *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 2 volumes, London W. Strahan and T. Cadell, 1776 ; ici on a utilisé l'édition imprimée à Edinburgh par Thomas Nelson en 1843; cfr. note suivante.
[307] SMITH, Adam, *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations With a Life of the author*, Edinburgh, Thomas Nelson, 1843, p. 309
[308] BERLE, Adolf – MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan, 1932, ici on a utilisée la duexième edition, faite à New York, par Harcourt, Brace and World en 1967.
[309] Cfr. BAUMOL, William Jack, *Business Behaviour, Value and Growth*, New York, MacMillan, 1959.

La « convergence des intérêts », à l'origine soutenue par Berle et Means, et, ensuite, par Jensen et Meckling,[310] dit que plus élevé est le pourcentage de capital détenu par les dirigeants et plus est faible l'écart par rapport à l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur ; cela avait été déjà dit par Smith dans son livre.[311]
La thèse de la neutralité, qui fut énoncée sous une forme plus claire en 1983 par Harold Demsetz,[312] dit que la structure de détention du capital constitue une réponse endogène du processus de maximisation du profit, fonction des caractéristiques d'exploitation de la firme et des pressions exercées par l'environnement (les marchés externes); c'est-à-dire : « toutes les structures sont équivalentes ».[313]
La thèse de l'enracinement, enfin, dit le contraire, soit que les dirigeants qui possèdent une majorité solide du capital, échappent à tout contrôle et peuvent ainsi gérer dans une optique contraire à la maximisation de la valeur.
En 1989 Gérard Charreaux[314] mit en discussion tous les travaux faits après celui de Berle et Means, en disant que, en suivant Berle et Means, ils souffraient tous des mêmes limites, étant :

> « *critiquables sur les deux points fondamentaux suivants:*
> - *une notion de la performance mal précisée théoriquement ou dont la mesure est inadéquate, notamment pour les études qui ont recours uniquement aux critères comptables.*
> - *une problématique de la liaison entre les structures de propriété et de décision et la performance qui est le plus souvent, insuffisamment approfondie*. »[315]

Le travail de Charreaux reconduit les tests effectués par les auteurs américains sur des données françaises et reposa le problème de la performance de l'entreprise dans un cadre plus ample, fondé sur la théorie de l'agence et surtout sur son application aux organisations, en essayant d'en trouver un modèle explicatif de la performance et de le tester. Selon Charreaux les résultats étaient « *nuancées* », car

> « *La performance considérée du point de vue des actionnaires conduit à conclure en faveur de la thèse de la neutralité des structures organisationnelles; toutes les structures sont équivalentes. A contrario, la performance évaluée sous l'angle plus général de la valeur de la firme, corrobore la thèse de la convergence des intérêts; les firmes où la séparation propriété-décision est faible seraient plus performantes. La divergence entre les deux optiques confirme le rôle important de la décision de financement, comme moyen de gestion à part entière de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants*. »[316]

---

[310] JENSEN, Michael C. - MECKLING, William H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", dans "Journal of Financial Economics", Vol. 3, N° 4, octobre, pp. 305-360.
[311] SMITH, op. cit., ivi.
[312] DEMSETZ, Harold, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", dans "Journal of Law and Economics", Juin 1983, Vol. 26, pp.375-390
[313] CHARREAUX, Gérard, *Structure de propriété, relation d'agence et performance financière*, Dijon, CREGO-IAE, 1989, page 4.
[314] Professeur émérite à l'université de Bourgogne.
[315] CHARREAUX, Gérard, *Structure de propriété..*, cit., Dijon, CREGO-IAE, 1989, page 5.
[316] CHARREAUX, op. cit.. ivi,

Charreaux souligna qu'il lui semblait :

> « *plus cohérent dans la perspective de la théorie de l'agence de partir d'une typologie fondée sur l'élément central de la théorie, à savoir la relation d'agence entre dirigeants et actionnaires, plutôt que de centrer l'analyse sur le pourcentage de capital détenu par les dirigeants (ou le conseil d'administration)… Cette problématique permet en outre d'éviter de considérer globalement la liaison performance/structure de propriété… Enfin, elle permet de prendre en compte d'autres éléments organisationnels que le seul pourcentage de capital détenu par les dirigeants ou la diffusion du capital. En fait, ce que nous cherchons à tester, c'est l'incidence de la gestion organisationnelle de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants sur la performance, plutôt que celle de la seule structure de propriété*. »[317]

Sa conclusion était remarquable :

> « *la forme d'organisation a une incidence non significative sur la performance des fonds propres. En revanche, elle semble influencer significativement la performance économique; les sociétés familiales apparaissant plus performantes*.
> *- des différences nettes apparaissent entre les trois formes de sociétés dans les arbitrages entre contraintes externes et internes, sans cependant que ceux-ci conduisent à des performances significativement différentes (sauf pour la performance économique ex-ante).*
> *Par rapport aux thèses initialement présentées, il semblerait donc, si on retient l'objectif de maximisation de la valeur des fonds propres, qu'il faille conclure en faveur de la thèse de la neutralité;*
> *en effet, aucune structure ne permet de dégager une performance supérieure relativement aux critères correspondant à cet objectif. Par contre, si on se rallie à l'objectif de maximisation de la valeur globale de la firme, c'est la thèse de convergence des intérêts qui l'emporterait; la performance économique apparaît supérieure pour les firmes où la séparation propriété-décision est faible.*
> *Par ailleurs, on peut souligner les résultats suivants:*
> *- un assez bon pouvoir explicatif des modèles proposés; les résultats sont souvent supérieurs à ceux qui ont été obtenus dans les études poursuivant le même objectif - le rôle de l'endettement qui influence négativement la performance et plus particulièrement la performance sur fonds propres. La gestion de la relation d'agence par l'endettement a des conséquences très sensibles en matière de performance.*
> *- une confirmation du rôle positif du conseil d'administration dans les sociétés managériales.*
> *Les limites de cette recherche sont très nombreuses. Notamment, on peut mentionner: les approximations faites pour appréhender certaines variables et pour les mesurer; les hypothèses implicites concernant la*

[317] CHARREAUX, op. cit.. ivi,

stabilité des structures organisationnelles, de l'endettement et de la croissance et la classification catégorielle des sociétés qui peut parfois être contestable.
Enfin, les résultats obtenus conduisent à poser plusieurs questions:
- Quel lien peut-on établir entre les différents indicateurs de performance, notamment entre les indicateurs ex-ante et ex-post?...
- Comment interagissent les différents systèmes de discipline et en particulier, ceux qui n'ont pas été pris en compte (marché des dirigeants, systèmes d'intéressement...)?
- Comment se détermine la politique d'endettement? faut-il considérer cette variable comme une variable indépendante?
- Existe-t-il, ainsi que le suggèrent FAMA et JENSEN,[318] *des formes organisationnelles inadaptées à long terme et donc moins performantes? Au vu des résultats, tout au moins dans l'optique des actionnaires, il ne semble pas qu'une des trois formes de sociétés étudiées soit moins performante*.»[319]

Il faut se rappeler de ces questions, car Charreaux, qui avait pris en considération les trois types d'entreprise – managériales, contrôlées et familiales – n'avait certainement pensé à ENI, mais on verra que les questions qu'il se posa avaient bien à faire avec la situation de l'ENI tel que nous sommes en train de la voir.
Ensuite, Charreaux se consacra à l'étude du conseil d'administration en tant que lieu de confrontation entre gestionnaires et actionnaires[320] et postula que :

« *Les conflits d'intérêt entre actionnaires et dirigeants ne constituent une préoccupation véritable que dans les sociétés où il y a effectivement séparation des fonctions de propriété et de décision. Traditionnellement, ce type de sociétés est représenté par la firme managériale où l'actionnariat est très dispersé, c'est à dire où aucun actionnaire (notamment les dirigeants) ne détient de pourcentage significatif du capital. Bien entendu, ce type de société se rencontre presque exclusivement parmi les sociétés cotées. Cependant, l'examen de la structure de l'actionnariat des sociétés cotées et des organes de direction, tant en France qu'aux Etats-Unis, montre qu'une part minime des sociétés peut être considérée comme relevant du type managérial. Un pourcentage important des sociétés cotées relève soit du type familial où le dirigeant et sa famille gardent le contrôle du capital, soit encore du type contrôlé, où le capital est dominé par une ou plusieurs autres firmes. Dans ce dernier cas, les actionnaires dominants nomment les dirigeants et exercent un pouvoir fort, qui limite la possibilité de conflits d'intérêt durables. Le problème du conflit d'intérêt entre*

[318] Charreaux citait le travail de FAMA, E.F. et JENSEN, M.C., "Organizational Forms and Investment Decisions", publié dans "Journal of Financial Economics", Vol.14, n°1, 1985, pp.101-119
[319] CHARREAUX, op. cit., pages 35-36.
[320] CHARREAUX, Gérard - PITOL-BELIN, Jean-Pierre, *Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires*, Dijon, IAE - Faculté de Science Economique et de Gestion, 1991.

actionnaires et dirigeants n'est véritablement pertinent que pour un nombre restreint de sociétés.»[321]

Tout cela est à rappeler, car on verra que l'analyse et les questions posées par M. Charreaux seront très utiles en parlant du sujet de nos travaux.

1.2 Lignes générales sur la gouvernance

l'ensemble des règles et lois régissant la gestion de l'entreprise est ce qu'on définit la gouvernance d'entreprise. Elle comprend également les relations entre les différents acteurs (parties prenantes, soit ceux qui détiennent une participation dans l'entreprise) et les buts de l'entreprise. Les principales parties prenantes sont les actionnaires, le conseil d'administration et la gestion.
Le terme de gouvernance d'entreprise se réfère aux divers aspects de la vie de l'entreprise. Il peut indiquer la manière dont les entreprises sont dirigées et contrôlées ; les activités qui encouragent les entreprises à suivre les codes, soit les lignes directrices pour la gouvernance d'entreprise ; les techniques d'investissement sur la base de fonds de propriété actif ; ou, encore, le domaine de l'économie qui étudie les problèmes liés à la séparation de la propriété du contrôle.
Plus généralement, la gouvernance d'entreprise englobe les règles, relations, processus et les systèmes à travers lesquels le pouvoir confié par les actionnaires aux administrateurs est exercé et contrôlé. Les règles incluent avant tout les lois du pays et, après, les règles internes de l'entreprise. Les relations incluent les rapports et liaisons entre toutes les parties impliquées dans la firme : propriétaires, gestionnaires, administrateurs (s'il y a un conseil d'administration), les autorités de réglementation, les employés et la société civile dans son sens le plus large.
Les processus et les systèmes de gouvernance ont à faire avec des mécanismes de délégation de pouvoirs, de mesure de la performance, de sécurité, de « reporting » et de comptabilité. Par conséquent la structure de la gouvernance d'entreprise exprime les règles et les processus par lesquels les décisions sont prises dans une entreprise et donne aussi la structure qui permet de décider les buts de l'entreprise, les moyens pour les atteindre et d'en mesurer les résultats.

1.3 Systèmes de gouvernance d'entreprise

Etant donné qu'on parle de l'ENI, les entreprises italiennes peuvent choisir entre trois systèmes de gouvernances différents :

- ordinaire, typique de la tradition italienne et qui s'applique en l'absence d'un autre choix statutaire ;
- moniste, typique de la tradition anglo-saxonne et qui est appelé ainsi parce qu'il a besoin de la présence du seul conseil d'administration, dans lequel on choisit les membres du Comité de contrôle des comptes ;
- dualiste, typique de la tradition allemande, qui prend son nom de la division de l'administration de la firme en deux entre les conseils de direction et de surveillance.

Le système ordinaire italien est réglé par les articles de 2380 à 2409 du Titre V du Vème livre du Code civil. Après la reforme du droit sociétaire, faite avec le Décret loi 17 janvier 2003, n. ° 6, en vigueur à partir de 1er janvier 2004, les statuts des sociétés pour actions ont la possibilité de choisir entre les trois susdits systèmes d'administration et de contrôle.
Il n y a pas de grandes différences dans les règles prévues pour le conseil d'administration dans le système ordinaire italien et le système moniste.

[321] CHARREAUX, Gérard - PITOL-BELIN, Jean-Pierre, op. cit. page. 3.

Les systèmes moniste et dualiste, qui sont très bien connus, étant donné qu'ENI se régit sur la base du système italien, il faudra en donner une brève description

1.4 Les parties impliquées dans la gouvernance d'entreprise

Les parties impliquées dans la gouvernance d'entreprise sont certaines institutions de l'Etat (comme la CONSOB, la Commission national de surveillance de la bourse), l'administrateur délégué, le conseil d'administration, la direction et les actionnaires. Les autres parties sont les employés de la firme, les fournisseurs, les clients, les banques et les autres prêteurs, les contrôleurs, l'environnement et, enfin, la société en général.
Dans les entreprises le principal actionnaire délègue des pouvoirs de décision à un agent (l'administrateur délégué) pour exploiter au mieux les intérêts du mandant.
La séparation de la propriété du contrôle implique une perte de contrôle efficace des actionnaires sur les décisions de gestion, donc un système de gouvernance d'entreprise est utile pour aligner les motivations de la direction à celles des actionnaires, avec le but de limiter les objectifs personnels des gestionnaires.[322] Le conseil d'administration joue souvent un rôle clé dans la gouvernance d'entreprise: il a la responsabilité d'approuver les stratégies organisationnelles, développer une politique de direction, engager, superviser et rémunérer les cadres supérieurs et d'assurer la responsabilité juridique de l'organisation devant les autorités. La même personne peut être membre des conseils d'administration de plusieurs sociétés.
Toutes les parties impliquées dans la gouvernance d'entreprise ont un intérêt, direct ou indirect, dans la performance de l'entreprise. Les administrateurs, les employés et les gestionnaires reçoivent leurs salaires et obtiennent des avantages sociaux et une réputation liée à l'importance du groupe et à leurs performances personnelles. Les actionnaires reçoivent un rendement monétaire, les clients des biens et services et les fournisseurs une compensation pour leurs produits ou services. En retour, ces personnes apportent à l'entreprise une valeur sous la forme de capital naturel, humain et social.
Un facteur clé dans la décision d'un individu de participer à une société (par exemple, en fournissant du capital ou du travail) est de faire confiance à ceux qui recevront une part équitable du profit ou de la perte. Si certains parties reçoivent plus de ce que serait leur droit (par exemple, on a une rémunération excessive de la gestion), les participants pourraient décider de quitter - par exemple avec une retraite de capital faite par les actionnaires en vendant leur actions - avec la possibilité d'un effondrement de l'organisation ; et c'est bien là qu'on voit si la gouvernance fonctionne, car elle est un moyen de maintenir une bonne confiance entre actionnaires et gestion.

1.5 Principes théoriques et pratiques de gouvernance

Les principes de gouvernance d'entreprise comprennent l'honnêteté, la confiance, la mentalité, l'orientation vers les résultats, la responsabilité, le respect mutuel et l'engagement dans les activités de l'entreprise.
Il est important que la direction et la gestion soient capables d'aligner et harmoniser les valeurs des différents acteurs de la société et fassent un contrôle périodique de l'efficacité du modèle d'harmonisation. En particulier, la haute direction doit éviter les conflits réels ou apparents d'intérêts et faire de son mieux pour avoir la meilleure clarté dans le domaine des rapports financiers.
Les principes les plus importants de la gouvernance d'entreprise sont :

[322] Mais il faut faire attention, car si les investisseurs institutionnels (les banques) augmentent progressivement la partie qu'ils détiennent du capital de l'entreprise, il est possible que les problèmes de relation entre propriété et contrôle soient renversés.

- égalité de droits et de traitement pour les actionnaires ; les entreprises doivent respecter les droits des actionnaires et les aider à les exercer, en leur donnant des informations compréhensibles et accessibles, et en les encourageant à participer aux assemblées sociales ;
- s'occuper des intérêts des autres parties prenantes, en reconnaissant qu'on a des engagements juridiques ou d'autres type à l'égard de toutes les parties prenantes ;
- définir et respecter les rôles et responsabilités du conseil d'administration, car le conseil d'administration a besoin d'un éventail de compétences et de connaissances pour être en mesure de faire face aux menaces du marché ; en plus il a besoin de la compétence nécessaire pour surveiller et promouvoir la performance de la gestion ; il doit également avoir une dimension adéquate et doit être capable de répondre à ses obligations et responsabilités ; en ligne générale on considère bonne la séparation des rôles clés d'administrateur délégué et de président ;
- intégrité et éthique, car les entreprises doivent établir un code de conduite pour les gestionnaires et les administrateurs et promouvoir les processus non seulement responsables mais aussi éthiques de décision ;
- clarté et transparence : les entreprises doivent établir des rôles et des responsabilités du conseil et de la gestion claires et connaissables ; elles doivent donner une information adéquate aux actionnaires et c'est bon d'avoir des procédures pour vérifier et garantir la transparence des rapports financiers de la société ; par conséquent la divulgation de documents relatifs à la société doit être faite au bon moment et de sorte à donner à tous les investisseurs des informations et des données claires et réelles

1.6 Mécanismes et contrôles internes et externes

Un système de contrôle idéal devrait surveiller à la fois la motivation et les compétences des administrateurs. En ligne générale les mécanismes et les contrôles de gouvernance d'entreprise sont conçus pour réduire les inefficacités qui découlent de situations indésirables ou potentiellement dangereuses. Par exemple, pour surveiller le comportement des gestionnaires, on a – ou on devrait avoir – un vérificateur (en anglais « auditor ») qui atteste l'exactitude des informations données par la direction aux investisseurs.

Les contrôles internes se font sur l'activité pour prendre, s'il est nécessaire, des mesures correctives pour atteindre les buts de l'entreprise, outre que les comités d'examen (audit) on a, par exemple la surveillance du conseil d'administration et la rémunération.

La surveillance du conseil d'administration est utile car le conseil, en pouvant embaucher, licencier et récompenser les gestionnaires, doit garantir le capital investi. Par conséquent, des réunions régulières du conseil aident à identifier les problèmes potentiels et permettent d'en discuter pour les éviter.

Une embauche d'administrateurs choisis entre ceux qui ne font pas déjà part de l'entreprise peut donner une meilleure garantie d'indépendance, mais pas nécessairement d'une meilleure gouvernance ou performance.

Les entreprises peuvent adopter différentes structures de l'une à l'autre pour leurs conseils, il n y a aucune règle fixe pour tous. En outre, la capacité du conseil de contrôler l'exécutif est une manière d'accéder à l'information. Si les administrateurs ont une connaissance approfondie des

processus de décision internes, ils sont capables de mieux évaluer la direction, vu que la qualité des décisions conduit à certains résultats financiers.
La rémunération de la performance est conçue pour garantir la proportionnalité des salaires aux résultats individuels. La rémunération peut être augmentée par une rétribution non-monétaire, telle que des actions, ou des options d'achat d'actions (stock-options), pensions ou d'autres avantages.
Les contrôles externes sont faits par les parties prenantes sur l'entreprise et entre eux on a, par exemple :

- signature de dettes ;
- les vérificateurs externes ;
- normes de gestion ;
- la pression des médias ;
- acquisitions (soi-disant prises de contrôle, en anglais « take over ») ;
- la concurrence ;
- le marché des gestionnaires.

L'acquisition est un outil de la catégorie appelée « marché du contrôle des sociétés »,[323] qui a la fonction de passer le contrôle de l'entreprise à ceux qui la considèrent de majeure valeur ; les acheteurs et les actionnaires peuvent bénéficier de l'augmentation de la valeur des actions qui se produit en raison de l'amélioration des performances.

Les contrôles sont conçus pour trouver la solution aux problèmes systémiques de la gouvernance d'entreprise.
Le problème le plus important est celui de l'information comptable. Les rapports financiers sont une étape cruciale, parce qu'ils permettent à ceux qui donnent les moyens financiers, soit aux actionnaires, de suivre la gestion. Les imperfections des rapports financiers peuvent causer des imperfections ou des dommages à l'efficacité de la gouvernance d'entreprise. L'existence de ces défauts peut être établie par l'inspection effectuée par les vérificateurs externes.
Un autre problème est lié à la demande d'information, car un des obstacles pour les actionnaires est le coût pour accéder à une information complète, et ce qui peut se passer en particulier pour les actionnaires minoritaires. La réponse traditionnelle à ce problème est l'hypothèse d'efficience des marchés : les actionnaires minoritaires bénéficieront des décisions des actionnaires majoritaires (c'est-à-dire qu'ils agiront comme des « free-riders »).[324]

[323] Selon Zattoni et Airoldi, l'aquisition sert à placer le contrôle de l'entreprise dans les mains de ceux qui lui attribuent le valeur majeur. La hausse de la valeur des actions qui se passe en conséquence de l'amélioration des performances de l'entreprise, en fait donne des avantages aux acheteurs et aux actionnaires ; cf ZATTONI, A. - AIROLDI, G., *Corporate Governance*, Milano, Egea, 2006. Cela, par exemple, est parfaitement en ligne avec les recommendation de l'OCSE au chapitre 2 – Droits des actionnaires et fonctions fondamentales associées à la propriété des actions - quand elles disent : « *Les marchés de controle des sociétés devraient pouvoir fonctionner d'une façon efficace et transparente* » , cf. OCSE Steering Group, chaired by Veronique Ingram, *Principi di govenro societario dell'OCSE*, vérsion italienne, édition 2004, p. 14, alinéa E ; le Pdf est téléchargeable de la page internet
http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34622654.pdf.

[324] Il faut donner avis que les experts sont divisés et souvent on a démontré que ce n'était pas vrai. Par exemple, aux Etats-Unis, durant la seconde moitié du XIX siècle, les petits actionnaires étaient souvent en perte par cause des spéculations des grands financiers et étaient appelés « Le parc des bœufs », ce que voulait dire que, selon les grands financiers, les petits étaient « viande de boucherie » à consommer pour ses intérêts. En effet certaines initiatives qui ont donné du profit aux grands actionnaires se sont révélées être un coût important pour les actionnaires minoritaires ; en Italie cela se passa pendant l'achat de Telecom Italia par le Groupe Pirelli-Benetton.

Un autre risque pour les actionnaires est le manque d'intelligibilité de l'information financière, qui peut parfois être présentée d'une manière plus ou moins obscure.
Les actionnaires pourraient se réunir pour former un groupe de vote significatif (appelé « syndicat» ou « comité de pilotage », ou, en anglais « trust vote », avec le but d'influencer les administrateurs, afin, par exemple, d'influencer les décisions d'embauche, mais les coûts de cette surveillance pourraient être supérieurs aux bénéfices.
Les technologies de l'information, soit celles liées à l'utilisation des ordinateurs donnent des problèmes de gouvernance (« IT governance » en anglais) si ces technologies ne sont pas capables de s'aligner aux buts de l'entreprise ou si les investissements en ces technologies ne généraient pas de la valeur pour l'entreprise, sans parler des risques liés à la pénétration par des tiers dans les archives informatiques de la firme.
La gestion du changement, ou le gouvernement de transition est l'ensemble des outils et des processus utilisés pour créer et soutenir une transition organisationnelle ou des scénarios liés aux changements significatifs dans les entreprises
La comptabilité a un rôle à jouer dans le domaine des contrôles, car le contrôle financier est essentiel pour le bon fonctionnement de la gouvernance d'entreprise. Comptables et commissaires aux comptes (employés à des fonctions de comptabilité et d'audit) deviennent donc les principales sources d'information pour les détenteurs de capitaux. Les administrateurs de la société ont le droit de s'attendre à ce que la direction prépare l'information financière d'une façon compatible avec les obligations légales et éthiques, et de pouvoir compter sur l'expertise des auditeurs.
L'exercice de certaines options pour augmenter la performance apparente (pratique connue sous le nom de « comptabilité créative ») impose des coûts supplémentaires pour obtenir une correcte information. Dans les cas les plus extrêmes où elle est mise en pratique, il arrive que certaines informations soient masquées, avec un grand dommage pour les actionnaires et, parfois, pour l'entreprise elle-même : le cas d'Enron suffit.
Un sujet de débat concerne les cas où les vérificateurs et conseillers (par exemple, les comptables indépendants) travaillent, souvent indirectement, à titre de vérificateurs de la société en tant que consultants assistés. Cela peut provoquer un conflit d'intérêts qui jette le doute sur l'intégrité des rapports financiers. Une limitation importante à l'indépendance des vérificateurs est due au fait qu'ils sont nommés et rémunérés par l'objet de l'inspection de l'entreprise, avec l'affaiblissement objective de leur rôle de contrôle.
Cependant, même une bonne information financière n'est pas une condition suffisante pour assurer l'efficacité de la gouvernance d'entreprise, dans le cas où les destinataires de l'information sont incapables d'exercer un rôle de surveillance en raison des coûts élevés.

1.7 Les modèles de gouvernement

On a différentes variétés de modèles de gouvernance d'entreprise dans le monde et ils diffèrent selon le montant du capital dans lequel l'entreprise évolue. Le modèle libéral typique des Anglo-Américains donne la priorité aux intérêts des actionnaires. Le modèle coordonné de l'Europe continentale et le Japon reconnaît également les intérêts des travailleurs, des gestionnaires, des fournisseurs, des clients et de la société.
Les deux modèles bénéficient de plusieurs avantages concurrentiels, mais d'une manière différente. Le modèle libéral encourage l'innovation et la concurrence sur les coûts totaux, tandis que le modèle coordonné favorise la qualité de l'innovation et la concurrence de qualité.
Aux États-Unis une société est régie par un conseil d'administration, qui a le pouvoir de choisir un président-administrateur délégué (appelé « Chief Executive Officer » ou CEO). Il des larges pouvoirs, pour gérer l'entreprise sur une base quotidienne, mais il a besoin de l'approbation du

conseil d'administration pour faire certaines manœuvres importantes, pour choisir la façon de prendre ses subordonnés, lever des fonds, acquérir d'autres entreprises, faire des expansions de capitaux ou d'autres projets. D'autres fonctions du conseil peuvent inclure la mise en place de politiques d'entreprise, les décisions prises, la performance de la gestion, ou un contrôle plus général de la société.
Le conseil d'administration est nommé par les actionnaires, devant lesquels il est responsable, mais les règlements internes de nombreuses entreprises peuvent rendre difficile, même pour les plus grands actionnaires, d'avoir une influence dans la composition du conseil d'administration. Le plus souvent, les actionnaires individuels n'ont pas la capacité de choisir les membres du Conseil en présentant une liste et ne peuvent qu'approuver les nominations faites par l'entreprise, c'est-à-dire par ses managers. Dans certaines entreprises le conseil a subi des pressions et ses membres se sont trouvés contrôlés par l'administrateur délégué qu'il était à eux de contrôler, soit le contrôleur est devenu contrôlé et vice-versa. Souvent les membres du conseil d'administration sont des administrateurs d'autres sociétés, ce que certains experts considèrent comme un conflit d'intérêts.
La gouvernance d'entreprise d'une société peut être modélisée en trois modèles :
Entreprise publique : le capital de la société est divisé en un grand nombre d'actions, qui sont négociés sur des marchés réglementés. Le capital se trouve alors dans les mains d'un groupe innombrable des actionnaires qui constituent la propriété de la société. Le rôle des actionnaires ordinaires se limite donc essentiellement à remplir les fonctions qui lui sont conférées par les différentes lois formelles, alors que les décisions importantes sont prises par une équipe de gestionnaires professionnels.
Entreprise cogérée : les décisions prises par la direction sont orchestrées entre les différentes parties prenantes de l'entreprise, selon un modèle particulièrement appliqué en Allemagne et au Japon.
Entreprise d'un maître, où un seul individu, l'entrepreneur, prend des décisions importantes pour la vie de l'entreprise. Le capital est divisé d'une manière telle qu'il est impossible de faire une ascension vers le sommet des organes sociaux. Ce modèle particulier a été mis en place en Italie.

1.8 Codes et lignes directrices

Des principes et des codes de gouvernance d'entreprise ont été développés dans les différents pays et publiés par les bourses, les sociétés, les investisseurs institutionnels ou des associations de directeurs et gestionnaires avec l'appui des organisations gouvernementales et internationales. Dans certains pays, le respect de ces normes n'est pas obligatoire par la loi, et les codes relatifs aux conditions requises pour l'inscription sur le marché boursier ont souvent un effet coercitif.
Durant les années 1990 l'importance des investisseurs institutionnels a augmentée. Ils ont été ainsi encouragés à participer aux réunions des actionnaires et à influencer les grandes décisions de la vie de l'entreprise. À l'appui des investisseurs fut organisé aux États-Unis un certain nombre de sociétés, comme « Institutional Shareholder Services » et le Centre de recherche sur la responsabilité de l'investisseur ; en Grande-Bretagne aussi on eut des entreprises similaires.[325]

[325] En Grande-Bretagne, au début des années 1990, un comité gouvernemental présidé par Adrian Cadbury mèna à la création d'un premier rapport, intitulé Code Cadbury, qui mit l'accent sur le rôle du personnel non-exécutif et de l'audit dans l'équilibre entre les actions de l'exécutif. L'attention excessive accordée aux administrateurs indépendants a été critiquée par certains observateurs, mais il ne faut pas négliger le fait que le Code Cadbury représente un changement fondamental dans le débat sur la gouvernance d'entreprise. Le Code a été suivi comme un exemple par les autres pays et fut ensuite à l'origine de la codification faite par l'Union européenne en 2003, tandis que les autorités britanniques ont reçu de nouveaux règlements, comme le rapport Greenbury de 1995, qui contient une série

En Italie, la Bourse italienne a publié une série de directives, et en particulier mit en place un comité de gouvernance d'entreprise, avec la tâche de rédiger un code de conduite, le *Codice di autodisciplina*,[326] qui est à adhésion volontaire et donne beaucoup d'importance au rôle administration et des comités indépendants au sein du conseil d'administration.
En conclusion, les règles de gouvernance d'entreprise ont comme principaux objectifs l'augmentation d'autonomie et de responsabilisation de la gestion du conseil d'administration, à travers des actions telles que :

• l'augmentation des administrateurs indépendants ou qui ne sont déjà des salariés de l'entreprise ;
• la création de comités, composés principalement d'administrateurs indépendants ;
• la séparation du rôle d'administrateur délégué de celui de président ;
• l'évaluation périodique de la performance des administrateurs.

1.9 La gouvernance d'entreprise et la performance des entreprises

L'enquête *Global Investor Opinion Survey* faite par McKinsey en 2000 et mise à jour en 2002[327] sur plus de 200 investisseurs institutionnels a montré que 80% de ceux qui ont répondu à l'enquête étaient prêts à payer une prime aux dirigeants pour en avoir une entreprise bien gouvernée. La plupart d'entre eux a donné un cadre de société idéale comme celui d'une entreprise ayant une majorité d'administrateurs externes indépendants, soit sans relation avec la gestion précédente. Le montant de cette prime, selon l'enquête, alla de 11% pour les entreprises canadiennes à 40% pour celles dans les pays avec une réglementation de l'État moins forte (comme le Maroc, l'Egypte et la Russie).
D'autres études ont trouvé un lien entre la perception de la qualité dans l'exécution des actions de l'entreprise. La revue « Fortune » fit une étude parmi les entreprises américaines « les plus admirées », et constata qu'elles avaient un rendement moyen de 125%, comparativement à 80% des les firmes « moins admirées».[328] Le magazine « BusinessWeek », dans une autre étude,[329] demanda à un groupe d'investisseurs institutionnels et à des experts de distinguer un certain nombre de conseils d'administration avec une bonne ou mauvaise gouvernance ; plus tard on a découvert que les sociétés avec le score le plus élevé étaient également celles avec les rendements financiers plus élevés.
Certains auteurs ont étudié l'éventuelle relation entre l'adoption de bons systèmes de gouvernance d'entreprises, tels que mesurés
par les soi-disant indices de gouvernance d'entreprise, et valeur de l'entreprise, mesurée par des variables telles que le Q de Tobin,[330] la volatilité des prix des actions ou le rapport entre la capitalisation boursière et la valeur comptable (P/BV).

---

de recommandations en matière de transparence et de divulgation) et le rapport Hampel de 1998, appelé « combined code » et révisé en 2003.

[326] Borsa italiana, Comitato per la corporate governance, *Codice di autodisciplina*, Milano, borsa Italiana, 2011 dans le site de la bourse italienne http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/homepage/codice2011.pdf.

[327] Cfr. http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1922101.pdf

[328] « *Fortune 50 CEO pay vs. our salaries*» dans « Fortune 500 » 2012, où on soulignait que l'administrateur délegué de «*Apple's Tim Cook takes the cake for the highest Fortune 50 CEO-to-typical-worker pay ratio. Indeed, it takes 6,258 typical Apple worker salaries to match Cook's total pay* », à consulter et télécharger dans le site de « Fortune » http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2012/ceo-pay-ratios/

[329] "Table: Principles of Good Governance", dans "BusinessWeek", October 06, 2002, à lire et télécharger dans le site http://www.businessweek.com/stories/2002-10-06/table-principles-of-good-governance.

[330] La théorie de Q de Tobin prend son nom du prix Nobel d'économie James Tobin et dit que la valeur de marché des actions d'une société est capable de mesurer la différence entre le capital requis par la société et le capital qu'elle a

De nombreuses études, surtout celui Gompers, Ishii et Metrick,[331] ont trouvé une relation statistiquement significative et positive entre la valeur de l'indice mesurant la qualité de la gouvernance et de la valeur de l'entreprise. En fait Gompers, Ishii et Metrick ont écrit :

> « *La relation de partage entre les investisseurs et les gestionnaires est définie par les règles de gouvernance d'entreprise. Depuis la fin des années 1980, il existe une variation significative et stable dans ces règles dans les différentes entreprises. En appliquant 24 dispositions de gouvernance d'entreprise distinctes sur un échantillon d'environ 1500 entreprises par an dans les années 1990, nous avons bâti un indice de gouvernance, noté comme G, comme un « proxy » pour l'équilibre du pouvoir entre les dirigeants et les actionnaires de chaque entreprise. Nous analysons ensuite la relation empirique de cet indice avec la performance des entreprises.*
>
> *Nous constatons que la gouvernance d'entreprise est fortement corrélée avec le rendement des actions pendant les années 1990. Une stratégie d'investissement qui a fait acheter des actions dans les entreprises à plus bas G (entreprises de « démocratie » avec des forts droits des actionnaires), et vendus actons dans les entreprises à plus haute G (entreprises de « dictature», avec les droits des actionnaires faibles), a obtenu des rendements anormaux de 8,5 pour cent par an. Au début de l'échantillon, il existe déjà une relation significative entre l'évaluation et la gouvernance : chaque augmentation d'un point de G est associée à une diminution de la Q de Tobin de 2,2 points de pourcentage. À la fin de la décennie, cette différence a augmenté de façon significative, avec une augmentation d'un point de G associé à une diminution dans le Q de Tobin de 11,4 points de pourcentage. Les résultats pour les deux rendements des actions et valeur de l'entreprise sont économiquement importante et sont robustes à de nombreux contrôles et d'autres caractéristiques de l'entreprise.*
>
> *Nous considérons plusieurs explications pour les résultats, mais les données ne permettent pas des conclusions solides sur la causalité. Il existe certaines preuves, à la fois dans notre échantillon et d'autres*

---

effectivement, soit que le marché financier donne à l'entreprise des informations importantes pour savoir s'il faut faire des investissements ou non. La théorie permet donc de déterminer si une entreprise doit réaliser des investissements pour augmenter son stock de capital, ou si elle doit désinvestir pour réduire son stock de capital.

La variable q est défini comme le rapport de la valeur de marché d'une entreprise et le coût de remplacement de son stock de capital, soit $q = \frac{\text{valeur de marché d'une entreprise}}{\text{coût de remplacement du stock de capital}}$

Cette valeur est tout simplement le coût que la société devrait payer si elle voulait ou devrait racheter toutes ses structures et installations aux prix courants du marché. Ainsi, la valeur de q mesure la relation entre la valeur de marché de l'entreprise achetée sur le marché financier et la valeur de la même entreprise si elle voulait racheter son stock de capitaux sur le marché.

Tobin identifia les conditions pour comprendre si pour l'entreprise il était mieux augmenter ses investissements : si la valeur de q est supérieure à 1, le stock de capital requis ou souhaité par l'entreprise est inférieur au capital réel (le numérateur est supérieur au dénominateur) et donc la société pourrait améliorer ses performances en augmentant ses investissements ; au contraire, si q de Tobin est inférieur à 1 le capital souhaité est supérieur à celui effectivement possédé par l'entreprise (le dénominateur étant supérieur au numérateur), qui devrait diminuer ses investissements.

[331] GOMPERS, Paul A. – ISHII, Joy L. – METRICK, Andrew, *Corporate Governance and Equity Prices,* the Warton School, University of Pennsylvania, 2003, après publié dans *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, (1), pages 107-155.

auteurs, que la faiblesse des droits des actionnaires causa des mauvaises performances dans les années 1990. Il est également possible que les résultats soient entraînés par une caractéristique non observable de la firme. Ces multiples explications causales ont des implications politiques radicalement différentes et se présentent comme un défi pour la recherche future. La preuve empirique pourvue par ce document établit l'importance des enjeux de ce défi. Si une différence de 11,4 points de pourcentage de la valeur de l'entreprise a été même partiellement «causée» par chacune des dispositions supplémentaires sur la gouvernance, les avantages à long terme de l'élimination de plusieurs dispositions seraient énormes.»[332]

1.10 Composition du Conseil d'administration et rémunération des administrateurs

Quelques experts ont parlé de relation entre la fréquence des réunions et la rentabilité de l'entreprise ; d'autres ont trouvé des relations négatives entre la présence d'administrateurs et la performance à l'extérieur, tandis que d'autres encore n'en ont pas trouvé, mais Bagahat et Black[333] ont démontré que les entreprises avec un conseil d'administration indépendant n'ont pas un rendement supérieur à ceux des autres entreprises et qu'il est donc peu probable que la composition du conseil d'administration ait un impact direct sur la performance.

Les résultats de la recherche sur la relation entre la performance des administrateurs et leur rémunération n'ont pas trouvé des relations significatives entre ces deux variables. Les faibles niveaux de relation salariale performance ne signifient pas que les contrôles sont inefficaces. Le conflit entre principal et agent ne se passe pas dans toutes les entreprises de la même façon et certains contrôles internes ou externes peuvent être plus efficaces dans certains types de firmes que dans d'autres.

Si on a constaté que la majorité de la rémunération de la direction est de détenir des actions de la société, on a trouvé aussi que la relation entre la détention de titres et la performance dépend de la quantité détenue. Le résultat suggère que l'augmentation des parts de plus de 20% rend la gestion moins préoccupées par les intérêts des actionnaires ; en outre, on a noté que la performance est souvent associée à des plans de stock-options, plans qui devraient veiller à ce que les décisions des gérants soient prises dans une perspective à long terme, améliorant ainsi les performances de l'entreprise. Cependant, certaines études ont montré que ces instruments représentent des revenus pour les administrateurs, plutôt que des mécanismes d'incitation.

1.11 La dégénérescence des incitations liées à la performance

Richard B. Freeman, déclara la dégénérescence récente du modèle de gouvernance basé sur la cupidité, en se référant à la poursuite excessive de possibilités pour la gestion de gain personnel.

Au centre de sa critique était l'explosion du phénomène de compensation grâce à des options d'achat d'actions données aux gestionnaires, en plus de leurs salaires élevés : et en effet on estime que le salaire d'un dirigeant d'une société Fortune 500 est égal à 300 fois celle d'un salarié moyen.

1.12 Les " boîtes chinoises "

Certains groupes italiens ont droit à des systèmes de contrôle spéciaux, autorisés par la loi italienne, mais pas dans la plupart des autres pays. Ces systèmes sont caractérisés par cascade de

[332] GOMPERS, Paul A. – ISHII, Joy L. – METRICK, Andrew, op. cit., page 117.

[333] BHAGAT, Sanjai - BLACK, Bernard, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, Business Lawyer n. 54, 1999, pages 921-963.

plusieurs exploitations, dans lequel une société holding, souvent une société financière (donc dépourvu d'activité industrielle ou marchande, contrôle une autre entreprise. La filiale, à son tour, contrôle une autre société qui s'est placée sous elle, qui peut contrôler d'autres entreprises et ainsi de suite.

Chapitre 2

Théories de gouvernance et gestion en Italie

On sait que normalement on parle de deux grands types de gouvernement d'entreprise : le système qui a pour objet la création de valeur pour l'actionnaire et le système qui augmente la valeur pour l'ensemble des partenaires. Dans le premier cas, dit de la « Valeur actionnariale », l'entreprise cherche à maximiser le cours boursier des titres détenus par les actionnaires, les intérêts des dirigeants s'alignent sur ceux des actionnaires et des investisseurs et le conseil d'administration, la réglementation en matière de transparence et les questions liées à la rémunération des dirigeants sont organisées et réglées dans cette optique.
Dans l'autre cas, celui de la « Valeur partenariale » l'attention est à la création de valeur pour les partenaires dans leur ensemble : on crée de la richesse entre les différentes ressources humaines et matérielles en faisant coopérer les clients, les fournisseurs, les employés, les actionnaires, les collectivités territoriales des zones où l'entreprise travaille, en mesurant la performance de l'entreprise au regard de cet ensemble, en soulignant que ce type de gouvernance favorise le développement du capital financier et du capital humain, entendu en savoir-faire, compétences, innovation etc.
A' partir de ces deux cas, en Italie aussi les théories se développaient en même temps que l'industrie et, sans considérer ici le développement économique et industriel et en se concentrant sur l'aspect théorique, on se trouva avec un des économistes italiens les plus connus et importants, Paolo Sylos Labini[334] qui disait que :

> «*La théorie traditionnelle de l'entreprise présente des traits extrêmement stylisés et schématiques, de sorte que son efficacité interprétative résulte assez modeste. C'est une théorie statique, alors que la réalité est dynamique, elle concerne quasi exclusivement les cas extrêmes de la concurrence et du monopole, alors que les cas les plus fréquents dans la réalité sont intermédiaires, elle traite seulement des rapports entre les coûts, les prix et les rendements et ignore les rapports entre les prix, les rendements et le financement du développement.*»[335]

Sans discuter cette assertion, il faut souligner qu'on la rapporte ici parce que, en ayant été écrite par un des économistes le plus influent en Italie, elle fut écoutée avec attention. En outre, il faut se rappeler qu'elle fut écrite à la fin des années 1970 ; et cela donne une idée des opinions qu'on pouvait trouver dans le milieu académique et économique italien avant les privatisations. En Italie, l'entreprise est traditionnellement définie comme une organisation de personnes et de marchandises avec pour objectif la production de biens et services pour répondre aux besoins humains.
Ces produits sont fabriqués pour obtenir du crédit, puis un gain ou revenu à l'entreprise elle-même et la faire survivre.
Pour ce faire l'entreprise doit augmenter les revenus grâce aux opérations de transformation de la valeur des ressources utilisées, de manière à mettre sur le marché non

[334] Né et mort à Rome (1920 – 2005), après avoir été diplomé en Italie en 1942, M. Sylos Labini fut plus tard élève de Schumpeter à Harvard.
[335] SYLOS LABINI, P., *Lezioni di economia*, 2 voll., Roma, Edizioni dell'Ateneo, 1982, vol. 2, page 285, voir aussi PODESTÀ, S., *Prodotto, consumatore e politica di mercato* Milano, Etaslibri, 1974.

seulement des biens nécessaires désirés par des entités externes – les clients – mais aussi de les mettre à un prix qui soit jugé convenable par le client et par l'entreprise elle-même, un prix « *générateur des recettes attendues*. »[336]

2.1 L'entreprise comme système

Tous les auteurs sont d'accord sur le fait qu'une entreprise est avant tout un système ; par exemple, MM. Fontana et Caroli, professeurs à la LUISS, l'université de la confédération des industriels à Rome, écrivent :

> « *L 'entreprise est un système constitué d'un ensemble d'éléments, de ressources, d'acteurs reliés entre eux par des relations orientées vers la réalisation de certaines activités. Elle tend à la stabilité et fonde son existence et son processus évolutif sur deux éléments:*
>
> 1) *Le patrimoine génétique; formé par l'esprit d'entreprise, les ressources disponibles et les relations que la société crée dans son environnement ;*
> 2) *Le plan stratégique constitué par la vision et la mission de l'entreprise, sa stratégie, le développement du modèle de concurrence et l'utilisation des ressources.*
>
> *Les caractères de ce système sont:*
>
> 1) *il est complexe: il est composé par plusieurs sous-systèmes ;*
> 2) *il a une hiérarchie, car ses sous-systèmes sont connectés et on peut les décomposer jusqu'à ce qu'on arrive à des unités élémentaires ;*
> 3) *Il est partiellement ouvert ;*
> 4) *il est morphogénétique : le système trouve dans lui même les conditions et les moyens pour son évolution ;*
> 5) *il est cognitif ;*
> 6) *il est auto poïétique: il est capable de créer en soi sa propre réalité jusqu'à atteindre une autosuffisance complète.* »[337]

Selon M. Sergio Sciarelli, professeur à l'université de Naples, l'entreprise est un système complexe, social et technique et de connaissance[338]

On pourrait dire que l'entreprise est un système caractérisé par la multiplicité de ses composantes et l'interrelation entre les parties relativement à l'objectif à atteindre : un système dynamique qui change dans ses dimensions et ses combinaisons de ressources.[339] Donc que sont les entreprises, où vont-elles se placer et comment sont-elles classifiées ?

Et leurs composantes ? Et comment est-il organisé ce système ? Selon Boulding :

> « *Deux approches possibles pour l'organisation de la théorie générale des systèmes se suggèrent par eux-mêmes, qui doivent être considérés comme complémentaires plutôt que concurrentes, ou au moins que deux*

[336] VIRGILLITO, D., *Cours d'économie et de géstion d'entreprise*, Catane, Université de Catane, année académique 2005/06, page 3.

[337] FONTANA, F. - CAROLI, M., *Economia e gestione delle imprese*, McGraw Hill, 2009, chapitre 1, page 12.

[338] SCIARELLI, S., *Fondamenti di economia e gestione delle imprese*, Bologna, Cedam, 2004; cfr. les chapitres 1, 2 et 3.

[339] VIRGILLITO, opus cité, page 1

routes dont chacune mérite d'être explorée. La première approche consiste à regarder l'univers empirique en y repérant certains phénomènes généraux que l'on retrouve dans de nombreuses disciplines différentes et de chercher à construire des modèles théoriques généraux relatifs à ces phénomènes. La deuxième approche consiste à organiser les champs empiriques dans une hiérarchie de complexité de l'organisation de leur base «individu» ou unité de comportement, et d'essayer de développer un niveau d'abstraction approprié à chacune.»[340]

Cette deuxième classification est celle qui divise la société en différents systèmes:

- régimes;
- mécanismes;
- systèmes cybernétiques;
- systèmes ouverts;
- systèmes à croissance prévue;
- systèmes à image interne;
- systèmes de traitement des symboles;
- systèmes sociaux;
- systèmes transcendantaux.

L'entreprise est un système social, mais elle est aussi un système ouvert. Sociale car elle est un système constitué par un ensemble de parties ou d'organes, chacun d'eux chargé d'exécuter une fonction spécifique ; ces différentes parties forment un ensemble organique dans un modèle qui doit aboutir aux résultats économiques qu'on désire. C'est un système ouvert car, pour vivre, il doit entretenir des relations d'échange avec d'autres systèmes ou avec des entités externes. Ces relations sont du type « entrée », pour obtenir les ressources nécessaires à son alimentation, et du type « sortie », car elle vend ses produits (biens ou services qu'ils soient) à des tiers.
L'entreprise pourrait également être définie comme un système ouvert social et technique, car, outre le travail humain, elle utilise une organisation mécanique et technologique ; mais elle peut également être définie comme un système d'actes de connaissance pour produire de nouvelles connaissances. En fait la quantité et la qualité des connaissances de l'entreprise sont clairement liées à la contribution intellectuelle des hommes qui en ont fait ou en font partie, parce que dans

[340] BOULDING, K., "General Systems Theory – the Skeleton of Science", dans "*Management Science"*, n° 2, 3, Avril 1956, pp.197-208, re-émprimé dans *General Systems, Yearbook of the Society for General Systems Research*, vol. 1, 1956; cfr http://www.panarchy.org/boulding/systems.1956.htmlv. Boulding, qui était un économiste, expliqua que : « *Il est traditionnel pour les études sur les relations de travail, monétaires et bancaires et sur les investissements étrangers de sortir des départements d'économie. Beaucoup de modèles et de cadres théoriques nécessaires dans ces domaines, cependant, ne sont pas sortis de la «théorie économique», comme cela est généralement enseigné, mais de la sociologie, de la psychologie sociale et anthropologie culturelle. Les étudiants dans les facultés d'économie ont rarement l'occasion de se familiariser avec ces modèles théoriques, qui peuvent être utiles à leurs études, et ils deviennent impatients avec la théorie économique, dont la plupart ne peut pas être pertinent* (It is traditional for studies of labor relations, money and banking, and foreign investment to come out of departments of economics. Many of the needed theoretical models and frameworks in these fields, however, do not come out of "economic theory" as this is usually taught, but from sociology, social psychology, and cultural anthropology. Students in the department of economics however rarely get a chance to become acquainted with these theoretical models, which may be relevant to their studies, and they become impatient with economic theory, much of which may not be relevant) »

une certaine mesure, leurs connaissances sont devenues patrimoine commun, à travers ce que l'on peut définir comme routines organisationnelles et, indirectement, par le professionnalisme de ceux qui travaillent à l'intérieur de l'organisme et qui communiquent leurs expériences et connaissances aux autres.[341]

Le concept des routines organisationnelles et son modèle d'affaires ont été élaborés par Nelson et Winter en 1982[342] et sont toujours une alternative à la théorie classique de la gestion stratégique. Leur étude est généralement considérée comme l'une des premières réflexions théoriques dans lesquelles l'entreprise est considérée comme un répertoire de ressources et d'expertise ; on peut donc lier cette étude au débat sur la nature des compétences de base et sur la façon dont elles sont réparties dans les organisations.

Nelson et Winter ont développé l'idée des routines organisationnelle dans un cadre théorique plus large et complexe : la théorie de l'évolution du changement économique. Ils proposaient une alternative au modèle structuraliste, alternative développée par des observations recueillies à travers des recherches empiriques capables d'expliquer le changement du système économique et des entreprises.

Cet approche qu'on a définie « évolutionniste »[343] de l'entreprise ne considère pas les connaissances acquises comme une donnée, mais concentre son attention sur la production et l'analyse des compétences et des processus organisationnels et cognitifs qui en sont la base.

C'est pour cela que pendant les vingt-cinq années suivantes la théorie de Nelson et Winter a été l'objet de l'intérêt des spécialistes de « Resource-based view » - la vision basée sur les ressources - qui identifie la raison de l'avantage compétitif et de la diversité des entreprises dans la « core competence » la compétence centrale de base au sein des entreprises. [344]

Dans le modèle d'entreprise proposé par Nelson et Winter, les compétences de base sont identifiées dans les routines: elles incarnent la connaissance que la société possède, son savoir-faire. Les routines sont souvent dépositaires d'une forme de connaissance tacite et implicite plus difficile à imiter et que pour cela peut être considérée comme faisant partie de la compétence de base de l'entreprise. L'étude des processus de réplication et diffusion des routines est donc essentiel pour la compréhension de la manière dont elles se forment et accumulent les compétences qui sont à la base de l'avantage concurrentiel d'une entreprise.

---

[341] CIAPPEI, C., *Corso di Strategia d'impresa*, Firenze, Università degli Studi di Firenze, 2003, page 70.

[342] NELSON, R.R. – WINTER, S.G., *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Belknap, Harvard University Press, 1982; mais selon March et Simon – MARCH, J. G. – SIMON, H. A., *Organizations*, Blackwell, 1993 – le concept de routine organisationnelle et le modèle d'entreprise consistent en des systèmes particuliers de règles. Les organisations sont des "décideurs" qui font certaines actions selon certaines règles; et pour cela on a fait une comparaison entre elles et les programmes pour les ordinateurs, qui ont des instructions que la machine doit suivre pour faire une série d'activités.

[343] CIAPPEI, Ibidem.

[344] Le point de vue fondé sur les ressources (Resource Based Vue) fut developpé par l'économiste britannique Edith Elura Tilton PENROSE, dans son *The Theory of the Growth of the Firm, New York*, Wiley, 1959, et en substance dit que l'avantage concurrentiel d'une entreprise est, selon elle et encore selon Wernerfelt (WERNERFELT, B., "The Resource-Based View of the Firm", dans « Strategic Management Journal »; année 5, n° 2, 1984, p. 172 http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.4250050207/pdf) et Rumelt (RUMELT, R.P., *Towards a Strategic Theory of the Firm. Alternative theories of the firm*; 2è edition, Cheltenham, Elgar Reference Collection. International Library of Critical Writings in Economics, vol. 154. 2002, pp. 286–300), principalement dans l'application de l'ensemble de précieuses ressources matérielles interchangeables et incorporelles à la disposition de l'entreprise. La transformation d'un avantage concurrentiel à court terme en un avantage concurrentiel durable exige que ces ressources soient hétérogènes par nature et non parfaitement mobiles, que l'entreprise ait à sa disposition des ressources qui ne sont ni parfaitement imitables ni substituables sans grand effort. Si ces conditions sont vérifiées, le paquet de ressources peut maintenir les rendements supérieurs à la moyenne de l'entreprise. Il est clair que le pétrole n'était pas ni inimitable, ni rare, ni non parfaitement mobile, donc l'avantage n'existe pas dans le domaine du pétrole et si on a des avantages ils sont liés à la capacité de donner un meilleur service à un prix meilleur.

On peut penser que ce principe a été pris en considération, si non appliqué, par M. Bernabé pendant la réorganisation de l'ENI après sa privatisation, vu qu'il eut recours d'une façon exclusive aux ressources internes.

> « *On peut noter que dans l'approche basée sur les ressources (resource-based view) prévaut une dimension statique de la connaissance, ce qui ne nous pas fait comprendre la façon dont les compétences fondamentales de l'entreprise se mêlent et s'installent dans l'environnement de l'entreprise elle-même. On a plutôt une prévalence d'intérêts à propos tant de leur utilisation pour affronter la compétition qu'à propos de la difficile reproductibilité que ces compétences ont. L'approche de l'apprentissage organisationnel se concentre plutôt sur la dimension dynamique de la connaissance, c'est-à-dire sur les processus par lesquels les connaissances et les compétences se créent, s'installent et restent dans l'entreprise.* » [345]

L'importance de la connaissance professionnelle se révèle dans les moments d'émergence, quand on se retrouve devant un changement ; on voit alors que, selon Teece et Pisano :

> « *Celles qui ont gagné sur le marché mondial ont été des entreprises qui ont pu démontrer de la réactivité en temps opportun et rapide et une innovation flexible de produits, associée à la capacité de gestion pour coordonner efficacement et redéployer les compétences internes et externes.* »[346]

L'image donnée par l'entreprise à l'extérieur et à l'intérieur, les valeurs répandues dans la structure organisationnelle, le savoir-faire, c'est à dire l'expertise possédée par parvenir à certaines fins et accumulée dans le temps sont la véritable essence de l'entreprise et constituent une partie importante de ce patrimoine intangible difficile à évaluer.
Les formes institutionnelles de l'entreprise sont:

a) la société capitaliste, où l'entrepreneur capitaliste est propriétaire des moyens de production et gestionnaire direct de la production ;

b) la direction : où on peut avoir une scission entre la propriété et le gouvernement de l'entreprise elle-même si on a un fractionnement excessif de la première et on confie le deuxième à des gestionnaires professionnels ;

c) l'entreprise coopérative, où il existe une implication de communication absolue entre ceux qui y participent ; il y a une relation directe entre la formation de capital et les membres de la coopérative ;

---

[345] CIAPPEI, C. – POGGI, A., *Apprendimento ed agire strategico d'impresa: il governo delle dinamiche conoscitive nella complessità aziendale*, Padova, ed. Cedam, 1997.

[346] TECEE, D. – PISANO, G., "The Dynamic Capabilities of Firms: an Introduction", Working Paper, October 1994, "*Winners in the global marketplace have been firms that can demonstrate timely responsiveness and rapid and flexible product innovation, coupled with the management capability to effectively coordinate and redeploy internal and external competences",* rapporté dans CIAPPEI, C., *Corso di Strategia d'impresa*, Firenze, Unversità degli Studi di Firenze, 2003, page 75.

d) l'organisation à but non lucratif où le capital est principalement fourni par l'État ou par des contributions volontaires dans le but d'une réussite sociale.

En conséquence, l'entrepreneur, qui était encore parfois confondu avec le propriétaire, était celui qui :

a) *choisit le domaine de la production ;*
b) *coordonne les facteurs productifs et les organise d'une façon à exercer un contrôle sur la productivité des travailleurs et à créer une direction responsable quant à l'administration des capitaux donnés* à l'entreprise ;
c) *concentre sur lui-même et affronte les risques relatifs à tout le processus productif et à la vente des produits, en faisant œuvre de prévision ou de spéculation.*» [347]

Ce n'est pas par hasard qu'on rapporte cette citation. La génération des entrepreneurs qui arriva sur la scène italienne dans les années 1990-2000 était née dans les années 1930-1940 et avait étudié à l'université – si ils y avaient été[348] – pendant les années 1950 et 1960 ; ils avaient été élèves des économistes dont la pensée pouvait être bien résumée par ces paroles de M. Papi. Il faut dire aussi que ce fut en 1958 que l'économie italienne eut sa première baisse après la fin de la Seconde Guerre mondiale, suite au ralentissement du développement de l'économie américaine et mondiale. Les exportations italiennes de produits industriels augmentaient seulement de 3,4%,

[347] PAPI, G. U., *Principi di economia*, 2 voll., Padova, Cedam, 1958, vol. 1, page 98.

[348] Il faut considérer que beaucoup de ceux qui obtinrent des positions importantes dans le domaine entrepreneurial italien après la Seconde Guerre mondiale et jusqu'aux années quatre-vingt n'avait pas fait des études universitaires spécifiques, car beaucoup des groupes industriels – tels que la Fiat ou la Pirelli – étaient propriété de familles ; quand il s'agissait des entreprises publiques, leur administrateurs délégués étaient nommés par le monde politique, en regardant plutôt leur position et liaisons politiques que leur formation. En se bornant au cas de l'ENI, le fondateur, Enrico Mattei était à l'origine un petit entrepreneur privé qui, en étant lié au Parti Populaire clandestin avant la chute du Fascisme, avait été nommé chef d'une zone partisane dans l'Italie du nord ; il y avait connu Eugenio Cefis, un officier dans l'Armée, devenu, depuis le 8 septembre 1943, le chef d'une division partisane. Cefis en 1967 et jusqu'à 1971, devint le deuxième successeur de Mattei à la tête de l'ENI, après M. Boldrini. Il est clair qu'en ancien officier venant de l'Académie militaire, M. Cefis pouvait avoir reçu une bonne formation en ingénierie, mais aucune en économie, surtout sur le plan théorique. De même, M. Marcello Boldrini, qui fut le président de l'Agip de 1948 à 1953 et vice-président de l'ENI de 1953 à 1962, puis le président de l'ENI de la mort de M. Mattei en 1962 jusqu'à sa démission à 77 ans en 1967, était un professeur de Statistique.
Le premier économiste à la tête de l'ENI fut M. Franco Reviglio, professeur d'économie à l'université de Turin, qui fut président et administrateur délégué de l'ENI de 1983 à 1989. Le suivant fut M. Gian Maria Gros-Pietro de 1999 à 2002, après avoir dirigé la liquidation de l'IRI entre 1997 et 1999, qui était professeur à l'université de Turin. Les administrateurs délégués furent : de 1992 à 1998 M. Franco Bernabé, diplômé en économie à Turin et auteur de diverses publications d'économie et après lui, dès 2004, M. Paolo Scaroni, qui eut une carrière toute entrepreneuriale, incluant une position directive chez Saint-Gobain dans les années quatre-vingt.
M. GROS-PIETRO à écrit *L'industria metalmeccanica italiana*, Bologna, il Mulino collana *studi e ricerche*, 1986, avec F. ONIDA et C. SCOGNAMIGLIO PASINI; avec E. REVIGLIO et A. TORRISI, *Assetti proprietari e mercati finanziari europei* Bologna, il Mulino collana *studi e ricerche*, 2001; *Automazione flessibile e industria*, collana Politica industriale, Milano, Franco Angeli, s.d; avec D. ODIFREDDI, *La politica industriale per l'innovazione ed il trasferimento tecnologico nei paesi europei: la Francia*, Milano, Franco Angeli, collana Economia e politica industriale, 1991; avec G. CICOLETTI, *La politica industriale per l'innovazione ed il trasferimento tecnologico nei paesi europei: l'Inghilterra*, Milano, Franco Angeli, collana Economia e politica industriale 1991; avec P. GARONNA, I*l modello italiano di competitività*. Ricerca per il Convegno biennale 2004 del Centro studi Confindustria, Milano, Il Sole 24 ore, 2004. Les idées de M. Bernabé en matière de privatisations sont bien et largement exposées dans RODDOLO, E., *Dallo Stato al mercato. Un'intervista a Franco Bernabè*, Milano, Egea, collana Bloomberg Investimenti, 2000.

baisse considérable, si on pense qu'en 1956 leur croissance avait été de 17,1% et en 1957 de 18%. En autres termes, l'Italie se trouva devant une crise de surproduction. La capacité productive resta progressivement de plus en plus inutilisée et les investissements furent freinés.
Généralement on voit l'entreprise représentée en cellule de l'environnement socio-économique où se développe la vie de tout groupe organisé ; le mot « environnement » sert à définir les relations de structure et de comportement entre les entreprises et les autres organisations, politiques, sociales, culturelles, ou avec tous les autres participants à la vie de la société, y compris les citoyens.
En ce sens, l'environnement peut être compris comme étant le cadre général dans lequel l'entreprise est appelée à exercer ses fonctions, cadre défini par un ensemble de politiques, de conditions sociales, culturelles, économiques et législatives, qui déterminent un système de contraintes mutuelles et qui doit trouver des opportunités de développement.
L'environnement peut être politique ou culturel et, à son tour, est conditionné par la population résidente, par les relations entre les individus et les groupes qu'ils composent, par leurs caractères, tels que l'âge, le niveau socio-économique, le statut d'emploi, etc.
La population de l'environnement a des habitudes qui changent et font changer l'entreprise, en préférant des liens nouveaux, qui obligent l'entreprise à des changements ; à son tour l'entreprise peut conditionner leur comportement à travers un produit tout à fait neuf, qui implique un changement d'habitudes et, indirectement, de l'environnement lui-même.
Le système ou l'environnement politique et institutionnel est défini par la forme du gouvernement et par les structures législatives dans le territoire où l'entreprise se trouve agir. Le système a une influence de première importance sur la vie de l'entreprise et en peut fortement affecter les solutions de gestion à travers les lois et les contrôles imposés par les pouvoirs publics.
L'environnement culturel et technologique est celui des manifestations traditionnelles de la vie matérielle, sociale, spirituelle d'un peuple. La science et la technologie sont le produit de la culture et ont une influence sur l'utilisation des ressources, tandis que la culture se reflète également dans la consommation sous forme de la demande et de l'achat de certains biens et services produits, donc en donnant aux entreprises des directions d'actions.
Donc l'environnement économique touche la sphère des relations qui voit l'entreprise comme un acteur clé de l'ensemble politique et social global, soit comme cet ensemble qui est le système général de l'économie et qui réglemente la vie d'une certaine communauté.
L'environnement économique est différent de la notion de marché ; il est l'ensemble des macro variables (agricoles, industriels, etc., des prix en argent, du crédit et des investissements, etc.) qui composent le système économique d'une certaine zone géographique.
On a deux types d'économies : l'économie de marché, système de décisions décentralisées, qui est régie par les lois du marché et l'économie planifiée, un système où les décisions sont prises uniquement au centre à travers le développement de plans du gouvernement national.[349]
L'entreprise doit se rapporter à différents types de marché :

a) le marché du travail, qui lui donne la main-d'œuvre ;

b) le marché de la production, composé par les producteurs de matières premières, produits semi-finis, des installations et équipements, des matériaux de consommation et des services utilisés pour l'activité de l'entreprise ;

[349] On a une seconde classification en deux types d'économies par rapport à la propriété des moyens de production: économie libérale et économie collectiviste ; mais ce n'est pas importante ici.

c) le marché financier, représenté par les marchés boursiers, les intermédiaires financiers et les autres fournisseurs de capitaux;

d) le marché de la vente, faite par les acheteurs de biens ou de services produits.

Le marché à son tour a une structure caractérisée par :

- différence entre les produits ;
- obstacles à la concurrence ;
- équilibre entre l'offre et la demande ;

Aucune structure n'est immuable. Toutes changent et, selon les théories structuralistes et surtout selon Joseph Bain,[350] leur changement est causé par des facteurs « externes » ; cela veut dire pour l'entreprise qu'elle, en tant que structure, « souffre ».
La structure est déterminante quant aux comportements ; et les comportements à leur tour sont des changements déterminants quant aux résultats. On ne saurait nier qu'ENI se trouva dans cette situation, car ses comportements furent déterminés par sa structure et sa structure fut changée par l'intervention d'un facteur externe, le gouvernement qui en décida la privatisation.
Selon une interprétation qui à l'époque de la privatisation de l'ENI était l'une de plus récentes, celle comportementale de Scherer,[351] on avait un processus circulaire, fermé, car la structure réglait le comportement, qui, à son tour, déterminait le résultat et pouvait influencer la structure, d'une manière soit indirecte, à travers les résultats de l'entreprise, soit directe, avec des changements pour s'adapter à une nouvelle situation. Le résultat, naturellement, selon le succès obtenu, à son tour justifiait les raisons pour un éventuel changement de la structure.
Les entreprises pouvaient affecter la structure par un comportement :

1. réactif, quand les activités de l'entreprise étaient le résultat de changements environnementaux ;
2. d'anticipation, quand les activités de l'entreprise avaient tendance à anticiper les changements de l'environnement externe ;
3. proactive, quand les activités de l'entreprise avaient tendance à influencer l'environnement par l'innovation, ayant des résultats économiques, financiers, de bilan, d'obtention de parties du marché, de niveau d'utilisation des ressources et de satisfaction de la clientèle.

2.2 L'entreprise comme organisation et ses fonctions

Système social, l'entreprise est aussi une organisation et, en particulier, une organisation économique. Cette vérité de La Palisse peut sembler inutile, mais elle ne l'est pas.
Il faut se souvenir que les théories changent plus rapidement que les hommes qui sont chefs d'entreprises et que, en général, la formation reçue dans sa jeunesse reste à la base de la

[350] BAIN, J. S., *Industrial organization,* 2nd edition, New York, John Wiley and Sons, 1968. Ce fut Bain qui en 1956 théorisa et développa l'idée de la barrière à l'entrée dans son livre *Barriers to New Competition*, suivi en 1959 par le livre *Industrial organization.*

[351] SCHERER, F. M., *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Rand McNally, 1980. La vision de Scherer était fort différente de celle de Bain, car, quant à la gestion des affaires, il souligna l'importance du lien entre la structure du marché et le résultat économique et remarqua la différence entre lui et Bain en écrivant, à la page 6: « *if the difference in approaches had to be charachterized by means of lables, it could be said that Bain is predominantly a structuralist, while the author of the present work is a behaviorist* ». C'est bien de là qu'est venue la définition de comportemental pour Scherer et ceux qui ont partagé ses idées.

mentalité de l'homme. L'expérience donne beaucoup, mais la base reste toujours égale. Quant aux entrepreneurs italiens et, surtout, quant à ceux qui ne sont pas nés dans une entreprise familiale, les études faites dans leur jeunesse ont eu une influence remarquable et, comme on a déjà dit, dans la période de leur formation, dans un scénario encore lourdement influencé par la pensée de la période fasciste, la définition la plus courante et acceptée d'entreprise était bien résumée par Giuseppe Ugo Papi :

> « *L'entreprise est une organisation qui combine les différents facteurs de la production, offerts par leurs propriétaires sur la base de la liberté de contrat, et affronte une production sur une grande échelle, sans attendre les commandes : en d'autres termes, en prévenant la demande du marché elle-même.* »[352]

Un demi siècle plus tard, Sciarelli soulignait que l'entreprise est une organisation économique qui, grâce à l'utilisation d'un ensemble de ressources, effectue des processus d'acquisition et de production de biens ou de service, à échanger avec des entités externes afin d'en obtenir un revenu. Les éléments distinctifs de l'entreprise sont quatre, soit : organisation ; processus de production ; relations d'échange avec des entités extérieures ; but du résultat de l'entreprise.
La connotation principale est le contenu économique de l'activité et des objectifs que l'entreprise cherche à atteindre, car, grâce à l'utilisation d'un ensemble de ressources (personnel, équipement, matériel, matériaux) elle réalise le processus de production, c'est à dire créer de la richesse,[353] ce qui est confirmé par d'autres auteurs, qui disent, par exemple, que l'entreprise est :

> « *l'organisation économique qui, grâce à l'utilisation d'un ensemble de ressources diverses, effectue les processus d'acquisition et de production de biens ou de services, à échanger avec des entités externes afin d'obtenir un revenu.* »[354]

Ses éléments distinctifs sont :

1) la présence d'une organisation ;
2) le processus de production ;
3) les relations d'échange avec des entités extérieures ;
4) le but d'obtenir un revenu d'entreprise.

En tant qu'organisation économique, son objectif est la satisfaction des besoins humains à travers l'exploitation des ressources naturelles. Chaque entreprise n'opère pas seulement pour elle même, mais permet que d'autres entreprises puissent travailler pour satisfaire d'autres besoins. De ce point de vue, en ce qui concerne le fonctionnement du système social, son apport est limité mais certainement essentiel.
En tant que système social, l'entreprise doit également être considérée comme un distributeur de la richesse créée, ce qui représente un instrument pour la satisfaction des besoins, en particulier

[352] PAPI, opus cité, vol. 1, page 105. Cette vision à propos de la situation italienne était tout à fait commune et répandue, cfr. ZAPPA, G., *La produzione nell'economia delle imprese*, Milano, Giuffré, 1957; FERRERO, G., *Istituzioni d'economia d'azienda*, Milano, Giuffrè, 1968; MASINI, C., *Economia delle imprese industriali e rivalutazioni d'azienda*, Milano, Giuffré, 1963; ONIDA, P., *Il bilancio delle imprese*, Milano, Giuffré, 1951.
[353] SCIARELLI, opus cité, chapitre 1.
[354] VIRGILLITO, opus cité, ivi.

de ceux qui travaillent en son sein. Elle a besoin de main-d'œuvre, machines, matériaux, services qu'elle demande aux travailleurs, aux prêteurs, aux fournisseurs, etc. ..., en vue d'acquérir les ressources dont elle a besoin.
Elle a une structure de son capital, qui est la totalité de ses biens organisés et réglés pour la réalisation des processus productifs, laquelle fonction est possible grâce à l'utilisation des capitaux et à la capacité entrepreneuriale. Une entreprise qui n'est pas en mesure de répondre aux besoins de la communauté est inutile, car elle ne répond pas à des fins économiques et n'a aucun droit à survivre. Ainsi, une organisation économique qui ne garantit pas l'attention voulue à ceux qui y travaillent, est destiné à se dissoudre, incapable de trouver un équilibre entre les efforts et les résultats liés à son fonctionnement. Enfin, une entreprise qui n'est pas capable de générer un bénéfice d'exploitation, ne peut pas réussir - dans un sens purement économique – à alimenter son renouvellement et son développement, et, en plus ou moins de temps, elle disparaîtra.
Ces trois fonctions de l'entreprise – organisation, système, structure – sont étroitement liées les unes aux autres, mais elles ont entre elles des relations antagonistes, dans le sens que si une a la prévalence, cela n'implique nécessairement que les autres lui sont subordonnées pendant l'obtention des buts entrepreneuriales et, quant aux buts, on à six théories :

1. la théorie de la maximisation du profit, que dit qui le résultat est, dans l'économie classique, « *le gain obtenu par l'entrepreneur pour l'organisation des facteurs de production* », car les comportements et les activités entrepreneuriales sont orientés pour réaliser l'écart positif le plus grand entre les revenus et les coûts d'exploitation. Une autre théorie considère le profit comme la part allouée pour rembourser le risque lié à l'entreprise, comme une récompense pour l'investissement de capitaux. Selon l'approche de Schumpeter, le profit appartient à celui qui favorise l'innovation, de manière à assurer un avantage face à la concurrence. Une dernière approche doctrinale tend à expliquer son origine en fonction de l'imperfection du marché, en raison de positions monopolistiques par rapport à des autres fabricants.[355]
2. La théorie de la survie de l'entreprise, qui dit que l'objectif des entrepreneurs est d'assurer la continuité de l'entreprise, signifie qu'ils cherchent le profit en tant que moyen de renforcer la structure patrimoniale de l'entreprise, en refusant les activités de gestion qui peuvent être dangereuses pour la vie de l'organisation.
3. la théorie de la gestion du développement dimensionné, dit que le but de la création de la valeur revient à tous les participants et pas seulement à la propriété ou à la gestion. Cette théorie affirme que l'objectif de la gestion est d'accroître la valeur économique de l'entreprise car l'attention des entrepreneurs vise à accroître la valeur des parties (de marché, richesse, pouvoir) dans la société dans l'avenir, en prenant soin du profit qu'ils ont la possibilité d'avoir dans le futur et du transfert de la valeur au marché.
4. la théorie de la création et de la diffusion de la valeur ou théorie du développement dimensionnel, soutient que les gestionnaires sont plus intéressés à l'expansion de l'entreprise, car leur but principal est le chiffre d'affaires.
5. la théorie comportementale ou des « limites sociales » à la maximisation du résultat, souligne l'aspect conflictuel et collaborationniste de l'organisation sociale. La maximisation du profit se trouve devant deux ensembles de contraintes: les bornes sociales (intérieures et extérieures) et les bornes de la connaissance. Par conséquent, le revenu est un résultat qui vient des accords de coopération ou de composition des conflits internes et externes.

[355] Sciarelli, opus cité, chapitre 11.

Sa mesure n'est jamais librement déterminée par l'entrepreneur et le but du profit maximum devient ainsi celui du profit maximum conditionné.

6. La sixième est la théorie de la «réussite sociale», qui explique que l'entrepreneur « *tend au succès et que ce succès est le résultat atteint par l'entreprise et par le rôle que l'entrepreneur à travers ce résultat a gagné au sein de la communauté. La réussite sociale est atteinte à travers trois principales motivations qui en importance croissante sont: le bénéfice, la puissance, le prestige. Les satisfactions morales sont communes à celles économiques, ce qui implique faire attention aux équilibres économiques et éthiques. La résolution des dilemmes moraux, spécifiques à un système d'intérêts différenciés sur la base des principes éthiques de l'entreprise se révèle aujourd'hui comme être la principale caractéristique positive d'une interprétation de la fonction commerciale* ».[356]

Les buts entrepreneuriaux sont obtenus à travers un ensemble de mesures qu'on appelle « stratégie ».
Selon Dierickx et Cool, un facteur clé dans la formulation de la stratégie de l'entreprise est de faire des choix appropriées en ce qui concerne les coûts visant à l'accumulation des ressources et des compétences nécessaires pour développer et maintenir un avantage concurrentiel. Ces dernières, que les auteurs définissent critiques ou stratégiques, sont les ressources non négociables « nontradeable », inimitables « nonimitable » et insubstituables « non substituable ».[357] Et entre ces ressources on a les connaissances professionnelles et l'expérience, qui orientent les choix stratégiques.
La compétitivité d'une entreprise ne vient pas exclusivement des processus d'apprentissage et de la cohérence des processus internes et externes de gestion des ressources, mais aussi de la possession de ce que Teece, Pisano et Shuen appellent « business assets » « ressources d'affaire ».[358] Cette expression indique les connaissances difficiles à être échangées sur le marché (*difficult-to-trade knowledge assets*), les ressources qui sont complémentaires à ces connaissances, y compris la crédibilité et les relations extérieures.
La combinaison de ces valeurs détermine, à tout moment, la part de marché de l'entreprise et sa rentabilité. Les auteurs identifient quatre catégories différentes de « positions » :

- ressources technologiques. Bien qu'émerge un «marché du savoir-faire», une grande partie de la technologie développée par des entreprises n'était pas couverte par ce marché, soit parce que les entreprises n'avaient pas l'intention de la vendre, soit parce que il y avait des difficultés dans les transactions. L'utilisation des ressources technologiques spéciales, protégées ou non par une législation qui protège les droits de propriété intellectuelle, fait la différence entre les entreprises ;
- ressources complémentaires. Les innovations technologiques nécessitent l'utilisation de ressources liées à la production et à la vente des nouveaux produits ou services. Des nouveaux produits et procédés peuvent toutefois augmenter ou détruire la valeur de ce

[356] VIRGILLITO, opus cité, page 10.
[357] DIERICKX, I. – COOL, K., "Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage", dans "Management Science," vol. 35, n. 12, December 1989, page 1506-7.
Téléchager de http://business.illinois.edu/josephm/BA545_Fall%202011/S10/Dierickx%20and%20Cool%20(1989).pdf
[358] David J. Teece et Gary Pisano ont développé ce concept à travers trois différentes étapes, la première étant TECEE D. J. -, PISANO G., "The Dynamic Capabilities of Firms: an Introduction", Working Paper, October 1994, la deuxième, avec la coopération de Amy Shuen, étant TEECE, D. J. – PISANO, G. – SHUEN, A., "Dynamic Capabilities and Strategic Management", CCC, working paper, Berkeley, University of California, 1996, aboutant dans la troisième, publié en article comme TEECE, D. J. – PISANO, G. – SHUEN, A., "Dynamic Capabilities and Strategic Management", dans « Strategic Management Journal », vol.18, 1997, n° 7, qui ets le seul à téléchargér de http://engema.org.br/upload/866-67.pdf .

type de ressources ; le développement de l'ordinateur, par exemple, a augmenté la valeur de la force de vente qui traitait les matériaux à utiliser dans les bureaux, tandis que les freins à disque ont rendu inutile la plupart des investissements réalisés par les freins à tambour des automobiles ;

- ressources financières : à court terme, la liquidité d'une entreprise et son niveau d'endettement peuvent revêtir une importance stratégique. L'argent représente le bien fongible par excellence et ne peut pas être trouvé sur le marché sans qu'il y ait une dispersion importante des informations à donner aux investisseurs potentiels ;
- localisation. Dans certaines zones, l'unicité peut résulter de la localisation, qui n'est pas commercialisable (par exemple, la position d'une raffinerie dans un marché géographique). Souvent, des restrictions environnementales ou territoriales peuvent entraîner la non-négociabilité de certains emplacements géographiques et donner des avantages qui sont difficiles à reproduire : une baisse des coûts de transport, un moindre avantage à exercer certaines activités, etc.[359]

Et selon Ciappei :

> « *L'interprétation des tendances du marché consiste à estimer l'évolution de la demande mondiale du marché des produits de référence par rapport à son cycle de vie. Le but de l'explication de la demande est de mesurer, d'expliquer et prédire le comportement des acheteurs potentiels d'un produit, des objectifs stratégiques et du plan de commercialisation à court et à long terme*. »[360]

il souligne que le potentiel du marché est lié au nombre total des unités du produit qui peuvent être consommées pendant une certaine période ; le produit est consommé en quantité adéquate chaque fois qu'il y a une occasion d'emploi du même produit.
Et M. Valdani, professeur à l'université Bocconi de Milan rappelle que :

> « *Analytiquement, la définition mathématique du potentiel est égale à*
>
> $PMKTt = Nt \times Pk \times O_{usages} \times D_{pleine,}$ *où :*
>
> *PMKTt = potentiel de marché à l'instant t;*
> *Nt = population totale;*
> *Pk = pourcentage de la population qui peut être considéré comme potentiellement intéressé au produit;*
> O_{usage} *= nombre d'occasions d'utilisation du produit;*
> D_{pleine} *= quantité minimale du produit consommé lors de chaque utilisation*. »[361]
>
> Et *« En termes d'analyse, la mesure du potentiel prévoit des différences significatives par rapport au type de bien qui fait l'objet de l'observation.*

[359] TEECE, D. J. – PISANO, G. – SHUEN, A, op. citées.
[360] CIAPPEI, op. cit., pag. 147.
[361] VALDANI, E., *Definizione e segmentazione del mercato per i beni industriali e di largo consumo*, Milano, Giuffré, 1984, pp. 69 e 70, rapporté aussi par CIAPPEI, in opus cité, page 152.

Sur les marchés des biens de consommation, la mesure du potentiel a besoin de la définition de "qui" peut raisonnablement être considéré comme un utilisateur potentiel du produit, l'estimation des occasions possibles d'utilisation, l'hypothèse d'une quantité appropriée et raisonnable, c'est-à-dire "pleine". »[362]

« *Une fois que vous avez défini la mesure du potentiel du marché, il est nécessaire d'évaluer la différence entre la demande actuelle, la demande réelle et celle potentielle (c'est à dire quels sont les espaces de potentiel encore disponibles), de sorte que l'entreprise peut tirer quelques considérations importantes, utiles à l'orientation stratégique et des choix de marketing. »*[363]

Une grande différence, en effet, indique un faible degré de saturation du marché et, par conséquent, une bonne place pour le développement de la consommation future, tandis qu'un différentiel minimum est un symptôme de hauts niveaux de saturation du marché, ce qui correspond à des marges plus étroites et peu à peu, au pire, égales à zéro.
La mesure du potentiel du marché a un rôle important dans la définition et le contrôle du marché géré par l'entreprise et dans la définition des critères d'allocation des ressources de l'entreprise entre les différentes composantes de son activité.
Selon Valdani, l'utilisation et la mesure des valeurs possibles étaient cruciales pour:

1. le lancement d'un nouveau produit ;
2. l'allocation des ressources aux différentes activités de marketing (publicité, promotion, études de marché, etc.) ;
3. la localisation de nouvelles usines, installations ou dispositifs de distribution ;
4. la détermination de la stratégie de vente (marketing);
5. le choix d'entrer dans un nouveau marché.[364]

Le concept de « Potentiel de vente » n'était pas trop différent de celui de demande potentielle, mais il était beaucoup plus utilisé et mieux défini. Il correspondait à la demande potentielle, quand elle ne se référait qu'à une partie du marché, généralement une zone géographique (ou à un marché de distribution, ou lié à un type particulier du produit)[365]
En définitive, la connaissance du potentiel des ventes était liée moins à la mesure du potentiel du marché et plus à des décisions opérationnelles, telles que, par exemple, la définition des zones de vendeurs individuels, les quotas de marché, la répartition des budgets commerciaux, etc.
Pour les ventes territoriales potentielles sont appliqués des indices, appelés « indices de consommation », qui représentent quantitativement l'attitude de certains secteurs ou zones diversement délimitées, à l'achat de certains biens et services. ils sont appelés « Indices généraux », quand ils se réfèrent aux biens et aux services pour la consommation finale ; « Index particuliers » quand ils concernent explicitement des classes bien définies de produits ou de services.
Les indices de consommation sont l'origine et la source des indices de la capacité d'absorption des différentes zones et ils sont utilisés pour déterminer la capacité du potentiel d'achat dans

[362] VALDANI, opus cité, ivi.
[363] GUATRI, L. – VICARI, S. – FIOCCA, R., *Il marketing*, Milano, ed. Mc Graw-Hill, 1999, page 119.
[364] VALDANI, opus cité, p. 67-68.
[365] GUATRI, L., *Trattato di economia delle aziende industriali*, Milano, ed. Egea, 1988, p. 429.

certaines régions (en Italie, les provinces) et pour calculer la part des ventes de l'entreprise dans une zone spécifique.[366]
L'environnement concurrentiel est le « moyen » par excellence avec lequel la société entend poursuivre ses objectifs de croissance et de rentabilité. L'attractivité principale d'un secteur dépend soit des tendances et de l'évolution du marché, soit de l'environnement, soit, enfin des forces concurrentielles. Ces dernières, n'étant pas sous le contrôle direct de l'entreprise, doivent être pourtant considérées pour la préparation de la stratégie concurrentielle que l'entreprise va mener.
L'interprétation stratégique doit, en effet, considérer la référence à l'environnement concurrentiel comme l'une des questions les plus importantes pour avoir, d'abord, une correcte évaluation de la réalité du marché et identifier la concurrence à éliminer pour atteindre, avec succès, le marché.
L'entreprise doit chercher toutes les informations possibles sur ses concurrents directs, en faisant une comparaison constante entre les produits, les prix, les circuits de distribution et les activités promotionnelles. De cette façon, elle a la capacité de:

1. distinguer les zones d'avantage concurrentiel potentiel et les régions les plus difficiles à contrôler ;
2. développer des campagnes de marketing plus efficaces ;
3. préparer la défense de ses actions face à l'attaque et aux réactions des concurrents.

les buts sont fonction du prix et on a six objectifs majeurs liés au prix:

I. survivance de l'entreprise,
II. maximisation du profit courant,
III. maximisation du revenu actuel,
IV. maximisation du volume des ventes,
V. écrémage du marché (obtenu à travers la discrimination par les prix),
VI. qualité du leadership (niveau élevé de qualité des produits offerts).[367]

Pour y arriver, il faut battre la concurrence et pour réussir il faut avoir des informations sur les entreprises concurrentes :

A. leur identité ;
B. leur position sur le marché ;
C. leurs objectifs de marché ;
D. leurs stratégies de marché ;
E. leurs forces et faiblesses.

On commence donc par l'identification de la concurrence, à savoir l'identification des entreprises avec lesquelles se confronter et, en général, on fait une distinction parmi la concurrence à différents niveaux : secteur, marché, environnement concurrentiel, etc.
Une autre étape est l'évaluation de la position de marché des concurrents, à savoir la connaissance de leurs parts de marché, ce qui indique le degré d'acceptation du produit en question par la demande. Ensuite, on se tourne vers l'identification des objectifs et des stratégies

[366] GUATRI – VICARI – FIOCCA, opus cité, p. 120-121.
[367] FONTANA – CAROLI, opus cité, pp 137-138.

que chaque concurrent poursuit sur le marché. À cet égard, on peut dire que chaque concurrent poursuit une combinaison d'objectifs différents, chacun caractérisé par un poids spécifique.
Il est donc nécessaire pour une entreprise de tester l'importance relative accordée par chaque concurrent à ses différents objectifs : la rentabilité sur le moyen terme, le développement de la part de marché, le leadership technologique et les autres.
Sur la base de ces évaluations il est possible de déterminer si la concurrence est satisfaite de ses résultats et comment elle pourrait réagir aux actions compétitives possibles.
L'entreprise doit constamment surveiller ces objectifs pour essayer d'atteindre de nouveaux segments du marché: si elle comprend qu'un concurrent a identifié un nouveau segment, cela pourrait être une opportunité ; si, au contraire, l'entreprise se rend compte que les concurrents se sont orientés vers ses secteurs d'activités, elle peut prendre des mesures opportunes pour se défendre et pour réagir.[368]
En outre, plus les stratégies adoptées par les deux entreprises qui se confrontent auront des points de contact et plus ces entreprises seront en concurrence entre elles. Il convient donc de classifier les concurrents dans un certain nombre de groupes stratégiques, formés par des entreprises qui ont les mêmes stratégies de base et le même marché. Il faut prendre en considération tout ce qu'identifient les différents groupes stratégiques au sein du même secteur et l'entreprise devrait savoir pour chaque concurrent quelles sont les caractéristiques des produits (gamme et qualité), le niveau des services offerts aux clients, la politique de prix, la couverture des canaux de distribution, la stratégie de la force de vente, les programmes de recherche et développement et les politiques fondamentales de la production, des achats et de la finance.
La dernière phase devrait être identification précise et l'évaluation subséquente des forces et faiblesses des concurrents, pour vérifier si une entreprise est capable de mettre en œuvre les stratégies et d'atteindre ses objectifs.
Les informations recueillies constituent l'information qui permet à l'entreprise d'établir l'intensité de la rivalité et le type d'avantage concurrentiel dont bénéficie chaque participant.
En conclusion, une entreprise devient consciemment compétitive sur le marché dans la mesure où se connaît et elle connait sa concurrence.

2.3 La relation entre les performances de l'entreprise et la structure de propriété
En 1989 Gérard Charreaux écrivait :

> « *L'étude de la relation entre la performance des firmes et la structure de propriété constitue un thème privilégié et ancien de la littérature économique qui trouve notamment son origine dans l'œuvre de Berle et Means (1932) et la mise en évidence des problèmes suscités par la séparation des fonctions de propriété et de décision*. »[369]

A' cette époque on avait trois études très importantes : celui de Michael Lawriwsky[370] et deux essais par Fama et Jensen.[371]

[368] KOTLER, P. - ARMSTRONG, G. - SAUNDERS, J. - WONG, V., *Principles of Marketing***,** FT Prentice Hall, 3rd Revised edition, 2001, p. 382.
[369] CHARREAUX, Gerard, *Structure de propriété, relation d'agence et performance financière*, Dijon, CREGO – IAE, 1989, p. 3
[370] LAWRIWSKY, Michael L, *Corporate Structure and Performance*, New York, St. Martin's Press, 1984.
[371] FAMA, Eugene Francis et JENSEN, Michael Cole, "Agency Problems and Residual Claims", dans "Journal of Law and Economics", Vol. 26, juin 1983, pp. 327-350; et FAMA, E. F. et JENSEN, M. C., "Separation of Ownership and Control", dans "Journal of Law and Economics, Vol. 26, juin 1983, pp. 301-326.

La recherche de Lawriwsky posait la question des différentes contraintes auxquelles étaient soumis les dirigeants des firmes. Il croyait que l'important était l'arbitrage qui se produit entre les systèmes d'incitation et les contraintes de marché et non la séparation de la propriété et de la décision.
Pour Lawriwsky les firmes étaient de trois types : managériales,[372] à contrôle privé et contrôlées par une autre firme. Chacun des types de firme – disait-il – obéit à un modèle comportemental spécifique, les arbitrages réalisés entre les divers systèmes étant différents. Il fit une série de tests sur un échantillon de 226 firmes australiennes durant une période de 10 ans et conclut que l'organisation interne et les contraintes externes étaient des déterminants importants dans la performance de la firme et que la distinction entre les types de propriété n'était importante que dans la mesure où elle était associée à un ensemble particulier d'incitations et de contraintes pesant sur les dirigeants. En conclusion : les entreprises contrôlées étaient moins performantes que les entreprises managériales.[373]
Fama et Jensen considéraient les entreprises comme des ensembles de contrats à considérer selon le principe de la sélection naturelle, en disant que les formes organisationnelles capables de survivre étaient celles qui permettaient de minimiser les coûts d'agence, qui, à leur tour, étaient associés soit à la relation d'agence liant les actionnaires et les dirigeants, soit à toutes les relations contractuelles où intervenait l'entreprise : contrats avec le personnel, les fournisseurs, les banques etc.
La relation d'agence principale régit les relations entre dirigeants et actionnaires et est soumise à un système de contrôle qui comprend des composantes externes et internes, les premières étant les marchés des biens, des services et des cadres dirigeants et le marché financier ; et les autres la hiérarchie, la surveillance mutuelle et le conseil d'administration. Leur conclusion, après avoir analysé les arbitrages entre les avantages et les inconvénients liés à la séparation des fonctions de propriété et de décision, était que :

- pour qu'une organisation soit viable, si les dirigeants ne sont pas les propriétaires, il faut qu'il y ait un organe indépendant chargé de contrôler les dirigeants;
- la réunion des fonctions de décision et de contrôle entre les mains d'un nombre limité d'agents conduit à une concentration des titres de propriété chez ces mêmes agents.

Selon ces deux auteurs, il y avait normalement une séparation entre décision et contrôle dans les organisations ouvertes (caractérisées par une forte diffusion des titres) et entre décision et concentration dans les organisations fermées (caractérisées par une faible diffusion de titres). La société managériale, celle où les dirigeants ne détiennent pas une part significative des titres, était, selon eux, le prototype de l'organisation. Dans les sociétés ouvertes, qui correspondent aux sociétés managériales on suit la règle de maximisation de la valeur, compte tenu du caractère non-contraint des actions qui sont librement négociables et en supposant que les marchés financiers soient efficients. Dans le cas des entreprises individuelles et des sociétés fermées où les titres de propriété appartiennent aux dirigeants, le choix des investissements ne se ferait pas selon le critère de maximisation de la valeur. Les conclusions obtenues reposent, selon eux, sur

[372] En firme managériale il enténdait celle dont moins de 10% du capital est détenu par les dirigeants.
[373] Charreaux, en se référant a Lawriwsky dans son essai *Structure de propriété, relation d'agence et performance financière*, trouva que "*les mesures de performance qu'il utilise sont pour la plupart contestables*" et que ses données peuvent ne pas trouver une confirmation dans la situation française.

l'hypothèse que les dirigeants des sociétés fermées n'investissent pas à titre personnel sur le marché financier externe.
La thèse de Fama et Jensen était donc, comme le souligna Charreaux, dans le cadre de la théorie de la neutralité, mais n'excluait pas l'existence transitoire de structures inadaptées.
A' son tour Charreaux soulignait que:

> "*dans les sociétés contrôlées, le capital est concentré; les représentants de la firme (ou des firmes) qui contrôle, dominent le conseil d'administration et nomment les dirigeants. Il y a au sens strict, séparation propriété-décision car les dirigeants nommés ne sont pas personnellement propriétaires du capital et il y a bien relation d'agence. Inversement, au sens large, compte-tenu de la dépendance des dirigeants vis-à-vis des actionnaires principaux, la séparation propriété-décision est beaucoup moins prononcée*"[374]

> et, en parlant de la grande diversité des indicateurs de performance, il donnait un avertissement:

> "*Compte-tenu des hypothèses posées par FAMA et JENSEN (1985), on peut penser que les sociétés cotées même si elles ne relèvent pas de la forme managériale, doivent se conformer à la règle de maximisation de la valeur de marché. En particulier, on retiendra cette règle comme référence pour les sociétés contrôlées, même si on peut s'interroger sur sa pertinence, dans la mesure où une performance inférieure dans ce type de firme, pourrait résulter par exemple de transferts réalisés au profit des firmes qui contrôlent. Une telle conclusion cependant, nous semble à écarter, car si ce type de firme présentait systématiquement une performance inférieure, aucun actionnaire autre que les actionnaires dominants ne devrait participer au capital. Toutefois, si une performance économique inférieure caractérisait ce type de firme, elle pourrait trouver son origine dans les liens existants avec les firmes qui exercent le contrôle.*"[375]

N.B. : Il faudra se souvenir de ces dernières deux lignes.

[374] CHARREAUX, op. cit., page 8.
[375] CHARREAUX, Gerard, *Structure de propriété, relation d'agence et performance financière*, Dijon, CREGO – IAE, 1989, page 10.

Chapitre 3

La réorganisation de l'ENI après la privatisation

Ce chapitre est dédié à un des aspects plus importants de la gouvernance, soit à la structure et, par conséquent, au personnel de l'ENI. Le réorganisation faite par ENI est rapportée ici à commencer de la première privatisation, en suivant ce que fut fait par l'administrateur délégué Bernabé, qui fut le vrai moteur du changement de l'ENI et de sa transformation d'une sorte de monolithe en une groupe entrepreneurial moderne. D'une façon plus ou moins explicite, on retrouve ici l'application de beaucoup d'aspects des théories de différents théoriciens, exposées dans le chapitre précédent. On parle aussi des raisons et des effets de l'application de ces théories, à travers des continuelles liaisons à la situation entrepreneuriale et à ses résultats pendant le temps, à démontrer que la théorie est appliquée plus souvent de ce qu'on peut penser et quels soient ils ses résultats.
Après avoir parlé de la réorganisation de la structure et du personnel on passe aux aspects plus intéressants de la gouvernance selon ENI, en examinant, à travers son statut, sa gouvernance en ligne générale et, plus en détail, comment elle est bornée par les pouvoirs de l'Etat, quelle est la présence de l'Etat dans ENI, donc en parlant du conseil d'administration, de l'assemblée des actionnaires, du président, de l'administrateur délégué et, naturellement, du collège de révision des comptes, vu l'importance que soit la révision soit les informations comptables ont pour la transparence et la bonne gouvernance d'une entreprise. On ne pourrait pas éviter de comprendre que le poids du gouvernement est très lourd et conditionne l'activité du groupe, ce que nous servira à comprendre mieux certains aspects dont on parlera ensuite.

3.1 La modification de la gouvernance de l'ENI à travers la réorganisation de la structure et du personnel: 1992-2002[376]

Une fois privatisée, ENI connut un bouleversement presque total dans son organisation. Le Groupe en effet changea, en se transformant de holding financier en une organisation multi-divisions. Sa transformation se développa en parallèle en macro et micro dimensions organisationnelles, alors que généralement, dans cette logique de transformation, la priorité est – selon certains auteurs[377] – donnée au seul aspect de la gestion organisationnelle, la configuration formelle de l'entreprise ou du groupe.
Bernabé préféra l'intégration des deux dimensions pour résoudre le problème de l'incorporation dans une seule unité d'exploitation de toutes les sociétés distinctes d'avant la privatisation et qui étaient liées entre elles seulement par la communauté de la propriété. En particulier, ce fut la gestion du personnel que fut le levier à travers lequel on agit.
La conviction qui, selon certains observateurs,[378] fut évidente dans l'activité de Bernabé et de la direction de l'ENI fut que les traits communs qui assuraient une réelle tendance à l'intégration

[376] Le sources principales pour ce chapitre ont été ENI, *Rapporto Annuale 2001*, Roma, EniComunicazione SpA, 2002; et MASINO, G., *Discussione casi aziendali – n. 5: ENI*, *La gestione delle persone nel Gruppo ENI,* Ferrara, Università degli Studi, facoltà d'economia, cattedra di Organizzazione e gestione delle risorse umane, 2002.
[377] WILLIAMSON O. E., *Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications : a study in the economics of internal organization*, New York, Free Press, 1975; MINTZBERG, H., *The Structuring of Organizations: A Synthesis of the Research*, Prentice-Hall, 1979.
[378] MASINO, G., opus cité, page 1 ;

effective passaient par l'analyse et la diffusion des pratiques et des comportements,[379] plutôt que par une réorganisation formelle de l'entreprise. Le rapport entre les différents éléments qui composaient cette stratégie d'intégration eut une importance particulière. Il est opportun de souligner que ce comportement est tel que l'a exposé M. Ciappei quand il dit que dans l'approche basé sur les ressources on a deux choses importantes : un fort intérêt pour utiliser les ressources pour obtenir des buts dans la compétition entrepreneuriale et des difficulté à reproduire ce compétences et capacités personnelles qui se créent, s'installent et restent dans l'entreprise et qui se perdent quand on perd certaines personnes qui les ont.[380]

Une fois la privatisation achevée, l'ENI, en 2002, se classait parmi les plus grandes sociétés du secteur et employait 71.000 personnes, dont 29.000 à l'étranger.[381] En 2001, sa production était de 1.369.000 barils d'huile équivalent[382] par jour et ses projections dépassaient d'ici 4 ans les 2.000.000 de barils par jour.[383]

Sa dispersion géographique était très forte, mais sa présence était concentrée dans un axe nord-sud qui s'étendait de la mer du Nord à l'Afrique centrale et du sud-est, en passant par le cœur de l'Europe.

La partie dédiée à la gestion centralisée du personnel du groupe s'élevait, elle seule, à environ 1.800 personnes avec 92 directeurs et 386 fonctionnaires. Parmi eux, 560 étaient employés sur les unités étrangères de la société.

L'une des tâches les plus difficiles était la coordination de la gestion des personnes dans trois sociétés cotées, notamment en ce qui concernait l'uniformité des salaires, tout en respectant l'autonomie de chaque société, et avec une grande hétérogénéité dans les profils professionnels utilisés.

La gestion était encore plus problématique car l'ENI avait eu dès sa naissance un monopole de facto sur le marché italien du travail lié à l'extraction et le raffinage, monopole qui lui avait permis une simplification importante dans la gestion du personnel.

La privatisation changea d'une manière radicale les politiques de gestion de l'ENI à partir de 1992 et, en ce qui concerne les grands choix stratégiques, la période post-privatisation peut être divisée en trois phases.

La première phase, de 1992 à 1998, fut utilisé principalement pour rationaliser les ressources incorporées dans les années quatre-vingt par les acquisitions et les opérations de sauvetage d'entreprises en difficulté, qui avaient un grand impact social, mais peu d'importance économique. ENI décida donc de céder des entreprises qui avaient peu ou rien à faire avec ses activités de base et dans cette période réduisit significativement ses actifs non stratégiques.

---

[379] NELSON, R. R. – WINTER, S. G., *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press, 1982.

[380] CIAPPEI, C. – POGGI, A., opus cité; cfr. note 305.

[381] Son chiffre d'affaires en 2001 était d'environ 48 milliards d'euros, avec un capital investi de 39 milliards d'euros. ENI était à l'époque classé sixième au monde en ce qui concerne les réserves détenues, septième à l'égard de la production, la deuxième en Europe pour la vente de gaz et la cinquième pour sa capacité de raffinage.

[382] Le « Baril d'Huile Equivalent », en Italien BOE, acronyme dont le signification est « Barili d'olio equivalente », est une unité de mesure qui sert à mesurer d'une façon commune tous hydrocarbures, solides, liquides et gazeux et qui est estimé équivalente à l'enérgie approximativement donnée par la combustion d'un baril de pétrole brut, qui à son tour est estimée à environ 1,70 MWh. Les compagnies nordaméricaines font la conversion d'1 baril équivalent à 169,9 mètres cubes de gaz (ou à 6.000 piéds cubes), mais les européennes utilisent le rapport 1 baril équivalent à 164,2 mètres cubes de gaz (soit 5.800 piéds cubes).

[383] *Eni: Bilancio consolidato 2001: confermato l'utile record di 7,7 miliardi di euro e il dividendo di 0,75 euro per azione*, (*Eni: Bilan consolidé 2001: confirmé le profit record de 7,7 milliards euros et le dividende de 0,75 euros par action*) communication officielle de l'ENI, San Donato Milanese, le 27 mars 2002.

Pendant la phase suivante (1999 à 2001), on exploita cette réorganisation pour gérer une croissance, en particulier à l'étranger : le plan stratégique prévoyait une augmentation significative de la production pétrolière, de la vente à l'étranger de la partie du gaz qui ne pouvait pas être vendue en Italie à cause des nouvelles règles anti-monopole (on parlait d'environ 10 milliards de mètres cubes) ; il prévoyait une efficacité considérablement améliorée et l'entrée dans le marché de la production d'énergie électrique.[384]

L'objectif était d'augmenter la production de pétrole brut, avec une plus grande concentration du groupe sur son activité principale, accompagnée par un important programme de réduction des coûts pour combattre les résultats obtenus par les concurrents grâce à des fusions et des acquisitions.

La tendance dans l'industrie du pétrole et des hydrocarbures était, surtout à l'époque, celle d'une concentration croissante afin d'obtenir des économies d'échelle. ENI n'a jamais cru à la croissance externe grâce à des fusions menées avec des partenaires clés. S'il est vrai, en effet, que cette stratégie assure une rapide croissance, il est vrai qu'on se trouve exposé à un grand risque, surtout en ce qui concerne la gestion du savoir-faire et, sans, doute, à un risque concernant l'indépendance énergétique et politique du pays. Pour ces raisons, lorsque cela était possible, on décida de réaliser la croissance à l'intérieur du groupe ou en achetant totalement des autres entreprises, mais sans faire aucune fusion telle que celles entre Exxon et Mobil ou entre Chevron et Texco. Donc on appliqua le 4ème caractère du système entreprise décrit par Fontana et Caroli, celui de la morphogénie, soit de la capacité du système de trouver dans lui même les conditions et les moyens pour son évolution[385] et, comme on avait fait pour les activités peu ou non rentables, ENI décida de réduire les activités qui, bien que bonnes du point de vue des revenus, étaient mal intégrées à ses activités de base. Grâce à ces opérations de rationalisation, ENI passa en dix ans d'une valeur ajoutée par employé équivalente à 71.000 euros en 1992 à 151.000 euros en 2001. Durant la même période, le nombre d'employés baissa de 112.698 en 1993 à 80.178 en 1997 et à 70.948 en 2001, avec une augmentation substantielle des personnes travaillant à l'étranger, qui en 2001 étaient 26.570.[386]

Une meilleure efficacité fut obtenue à travers deux systèmes principaux. Tout d'abord, il y eut un examen très intense des processus de production et de travail et, comme on verra, il fut facilité par l'intégration dans le groupe ENI de toutes les activités. Ensuite ENI géra son portefeuille de projets. En utilisant une logique très stricte dans l'application des méthodes de retour sur investissement, elle obtint un portefeuille de projets internes équilibrés en termes d'horizon temporel et risque relatif.

Les nouvelles lois sur la libéralisation du marché des hydrocarbures et l'interdiction des positions monopolistiques eurent une influence déterminante sur la décision de l'ENI d'entrer dans le marché de l'énergie électrique, et en partie d'internationaliser ses activités.

Il s'agit d'une situation décrite par Bain, où la structure de l'entreprise « souffrait » des changements poussés par des facteurs « externes ».[387]

Une partie importante de la stratégie de croissance de l'ENI passa par un processus d'internationalisation qui lui permit, à travers des économies d'échelle, de rester sur le marché mondial et d'utiliser avec profit la capacité productive qui excédait la capacité d'absorption et les exigences du marché italien.

---

[384] *Eni: presentato il Piano Strategico alla comunità finanziaria*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 15 janvier 2002, www.eni.com.

[385] FONTANA, F. - CAROLI, M., *Economia e gestione delle imprese*, McGraw Hill, 2009, chapitre 1, page 12.

[386] ENI, *Rapporto Annuale 2001*, Roma, EniComunicazione SpA, 2002, pages 43-46.

[387] BAIN, J. S., *Industrial organization,* opus cité.

Mais l'augmentation de l'activité à l'étranger eut un autre résultat, lié au personnel et à ses salaires, car il fut nécessaire de payer le personnel étranger qui travaillait à l'étranger selon les lois et selon les salaires étrangers, soit pour éviter les problèmes légaux, soit pour éviter que ce même personnel – avec ses connaissances professionnelles – quitte ENI en choisissant une compagnie concurrente.
La transformation de l'ENI en une entreprise opérationnelle donna une structure organisationnelle de l'ENI SpA très légère, avec le seul personnel nécessaire et lui laissa la politique, la planification et le contrôle. Toutes les activités productives furent divisées en trois grandes unités.
La première devint responsable de l'exploration et de la production. Agip y entra.
La deuxième division, appelée ENI Gas & Power, s'occupa de la partie commerciale et de la distribution de gaz et d'électricité et fut le résultat de la scission de SNAM de toutes les activités de gestion du réseau de distribution, scission faite pour s'adapter aux lois de libéralisation des marchés.
Agip Petroleum, qui transformait les produits pétroliers, devint, dès 1er Janvier 2003, la troisième division de l'ENI.
Saipem, SNAM Progetti et d'autres petites entreprises restaient hors de cette réorganisation et continuaient dépendre de l'ENI SpA.
La direction et le contrôle furent partagés en trois directions qui s'occupaient de la stratégie, de la gestion financière et de la gestion et organisation du personnel, avec une partie dédiée à la gestion administrative, à celle technique, à l'approvisionnement et aux sociétés créées dans des buts particuliers.
La décentralisation fut mise en œuvre en conservant une petite structure centrale :

- pour avoir une coordination et assistance supérieure à donner aux différentes entreprises du groupe ;
- pour leur offrir des services ;
- pour coordonner les confluences de carrière ;
- pour harmoniser les carrières individuelles du personnel venant de différentes entreprises du groupe.

Avec ces changements on eut une redéfinition formelle des structures centrales : par exemple, le directeur administratif et financier de la société fut renommé Chief Financial Officer. En ce qui concernait les entreprises mineures, on fit des fusions et des simplifications pour rationaliser la présence de l'ENI dans certaines zones très différentes.
L'intégration fut achevée grâce à une intense campagne de communication interne et une politique de rétention et d'attraction des jeunes les meilleurs et les plus actifs. La campagne de communication s'avéra très utile, car le changement organisationnel pouvait mettre en danger les résultats que Bernabé voulait obtenir ; à cet effet il décida de choisir entre les ressources humaines internes et leurs compétences et connaissances professionnelles.[388]
Le troisième élément de la transformation, le plus lié au personnel, fut une révision et réinterprétation des relations industrielles globales, obtenant des syndicats une entente

[388] On retrouve ici soit la « morphogénie » citée par Fontane et Caroli, soit les concepts de la "Resource Based Vue" developpés par Mme PENROSE , dans *The Theory of the Growth of the Firm,* et exposés par Wernerfelt dans "The Resource-Based View of the Firm" et par Rumelt dans *Towards a Strategic Theory of the Firm. Alternative theories of the firm* (cfr. pour tous les trois : infra, note 304), qui disent en substance que l'avantage concurrentiel d'une entreprise est principalement dans l'application de l'ensemble des ressources matérielles interchangeables et incorporelles à la disposition de l'entreprise.

applicable à tout le groupe, ce qui auparavant ne se passait guère, car chaque entreprise avait été autonome.[389]

Cette importance de l'exploitation des ressources humaines internes se concréta dans le programme RES (Recupero Efficienza e Sviluppo – Récupération, Efficacité et Développement) conçu pour promouvoir le développement professionnel du personnel, la décentralisation des unités de production de la gestion et développement, et pour mettre en œuvre les changements organisationnels.[390]

RES devait intervenir de manière systématique sur le personnel avec une grande activité de communication interne pour favoriser la participation à tous niveaux et pour commencer à fonctionner dès 2001. L'idée centrale était de réorienter le personnel vers les affaires décidées selon les nouvelles stratégies du groupe, en lui présentant les objectifs du groupe d'une façon claire et simple, pour permettre à tous de les comprendre, partager et de s'y engager. On réorganisa le recrutement et on favorisa la mobilité interne pour améliorer l'homogénéité du groupe.

Ce ne fut pas facile ni rapide mais une communication efficace des décisions joua un bon rôle et fut de grand aide. De plus la transformation fut accompagnée par une opération de rotation et de mobilité du personnel.

ENI obtint ces résultats par quatre interventions différentes.

La première, comment nous l'avons déjà dit, fut l'acquisition de nouvelles ressources de talents professionnels et la rétention au sein de l'entreprise de celles qui y existaient. Le problème de retenir le personnel qualifié était lié à la nécessité de ne pas perdre l'investissement fait dans la formation et s'accompagnait du problème plus ample de la concurrence sur le marché des ressources humaines devenu de plus en plus global.

La signification de ce changement fut marquée par un chiffre précis donnée par le professeur Masino de l'université de Ferrara :

> « *la plupart des diplômés nouvellement embauchés quitte l'entreprise au bout de quelques années. Face à 514 diplômés d'université recrutés en 1999-2000, on a eu 261 démissions de personnel diplômé avec une ancienneté dans l'entreprise inférieure à 5 ans. Le phénomène a touché indistinctement techniciens, cadres et dirigeants. Le diagnostic a été assez évident: l'attractivité de l'ENI avait été écornée. Le problème fondamental était l'insuffisance du système d'indemnisation comparé au*

[389] On eut un changement au niveau syndicale aussi. En fait Jusqu'en 1994, l'ENI avait sa propre association d'entreprises appelée ASAP, (acronyme d'Associazione Sindacale Aziende del Petrolio) mais depuis 1994 l'ENI s'unit à Confindustria et cela l'obligea à dissoudre l'ASAP et accepter d'appliquer à ses travailleurs les termes du contrat collectif du secteur de l'énergie. Cf MARRO, E., "ENI sposa Confindustria - muore l' ASAP (associazione sindacale delle aziende dell'ENI) e le aziende dell'ente petrolifero entrano nella confederazione privata. Cambiano rappresentanza sindacale 130 imprese che occupano 90 mila dipendenti. Con quest' ultimo accordo le imprese rappresentate dalla Confindustria salgono a circa 109mila dipendenti" (ENI mariée Confindustria - l'ASAP (association syndicale des sociétés de l'ENI) meurt et les entreprises du Groupe pétrolier entrent dans la confédération privé. 130 entreprises employant 90.000 salariés changent leur représentation syndicale. Avec ce dernier accord, les entreprises représentées par Confindustria s'élèvent à environ 109mille salariés) dans "Corriere della sera", de 26 janvier 1994, page 21, cf. http://archiviostorico.corriere.it/1994/gennaio/26/ENI_sposa_Confindustria_co_0_9401261412.shtml
En 1997 Confindustria réorganisa son secteur syndical et créa la nouvelle association interne, dite ASIEP (Acronyme de l'Associazione Sindacale dell'Industria dell'Energia e del Petrolio), qui, à partir de 1998 s'occupa des contrats pour l'ensemble de l'industrie de l'énergie,
Cf. http://www.assomineraria.org/news/attach/scheda_confindustria_energia4s.pdf

[390] ENI, *Verso un Valore Sostenibile - Pursuing Sustainable Value*, Roma, ENI, 2002, page 15. http://www.eni.com/en_IT/attachments/publications/corporate-responsability/general/eni_valoresostenibile.pdf

> *marché international du travail, d'où un réexamen approfondi de la dynamique de compensation*.
> *Le deuxième indicateur préoccupant était le vieillissement progressif de la force de travail active. Les diplômés universitaires âgés de plus de 50 ans représentent maintenant*[391] *26% du nombre total de diplômés par rapport à 22% en 1997, et cela en dépit d'une politique d'endiguement des ressources les plus anciennes*. »[392]

Masino observait encore :

> « *Les racines du problème sont éloignées dans le temps. Un exemple en est donné par le secteur du raffinage, une phase du processus de transformation marquée par les chocs pétroliers. A l'occasion des chocs, la première mesure, outre la fermeture de raffineries, a été le gel du recrutement. La liste des entrées des diplômés dans les raffineries au cours des trente dernières années suit parfaitement cette logique. Pour cette raison, il y a eu des périodes de 6-7 ans dans lequel ENI, n'a eu aucune embauche. Alors qu'Agip Petroleum est la somme des différentes sociétés de raffinage, ENI s'est retrouvé à la fin des années quatre-vingt à hériter de cette situation. Les trous générationnels ont conduit à de graves difficultés dans le processus de préservation et de développement des compétences dans Agip. Cela a empêché la mise en œuvre effective de la nouvelle stratégie de changement organisationnel*. »[393]

La situation fut rétablie en plaçant la personne juste à la place juste, soit en identifiant au préalable les différentes compétences de gestion des dirigeants et en les plaçant où leur résultat pouvait résulter le meilleur. Les dirigeants furent répartis en quatre groupes: les cadres supérieurs, les directeurs de production clés, les dirigeants avec une capacité fonctionnelle élevée et, enfin, les autres.
Le troisième groupe était neuf par rapport à la classification traditionnelle faite dans ENI et comprenait tous les cadres supérieurs qui occupaient des postes critiques, mais pas déterminant pour le groupe, ou qui avaient démontré pouvoir y arriver. Ces positions différentes influençaient le rendement attendu par eux et les rémunérations à leur donner. Généralement, les objectifs personnels de chacun d'eux étaient: un objectif annuel, exprimé en termes de performance, qui valait 50% du total des incitations ; les autres 50% étaient divisés entre les résultats obtenus quant à des objectifs secondaires ou à des objectifs pas directement influencés par l'individu (objectifs par secteur d'activité, performance globale de l'ENI, etc.) et la capacité en termes de leadership.
Le salaire d'un directeur était très variable et réparti en une partie monétaire (par rapport direct aux objectifs qu'il avait obtenus dans son domaine d'affaire), une partie composée par des actions gratuites, dites « stock grants »,[394] liée à la performance de l'ENI dans son ensemble et en

[391] 2002.
[392] MASINO, opus cité, pp. 7-8.
[393] MASINO, opus cité, page 8.
[394] Les « stock grants » sont des actions données gratuitement par l'entreprise à ses salariés, qui peuvent les vendre à leur valeur en bourse. Pour l'ampleur de ce plan, voir le tableau A dans l'annexe.

comparaison avec la performance des concurrents et des options d'achat d'actions – dites « stock options »[395] - basée sur le cours des actions de l'ENI sur le marché.
Les trois premières catégories de managers furent impliquées dans tous ces régimes de rémunération, alors que les dirigeants de la quatrième catégorie ne participaient pas au régime des stock options. Ceci est à rappeler quand on parlera des années suivantes le 2005 et de l'administrateur délégué de cette période.
La deuxième étape consista à changer les membres les plus âgés de la direction. En 2000 et 2001 560 dirigeants partirent à la retraite, ce que permit la promotion de 240 jeunes ; il en résulta en une baisse d'environ deux ans de l'âge moyen des gestionnaires, qui passa à un peu moins de 50 ans.
Masino observa :

> « *Grâce à la combinaison des deux leviers, le recrutement et la rétention des jeunes à "fort potentiel" d'une part et le changement générationnel forcé aux postes élevés, d'autre part, il a été réalisé un bon progrès dans le rééquilibrage de la composition par âge du personnel clé pour l'entreprise.*
> *L'ensemble de toutes ces actions montre des effets positifs en termes de défense des ressources déjà acquises et en termes de recrutement. Dans la dernière année ont été engagés plus de dirigeants et cadres venus de l'extérieur qu'au cours des 15 années précédentes*. »[396]

La deuxième intervention fut une décentralisation du personnel et se déroula soit en déléguant les fonctions relatives aux ressources humaines de la direction des ressources humaines aux entreprises, soit à partir de la direction des ressources humaines du groupe vers les services des ressources humaines au niveau divisionnaire ou aux centres de service multi-divisionnaires. La troisième intervention servit à améliorer l'auto-évaluation et l'auto-développement des individus. Cela fut important là où il n'était pas possible d'agir par le biais de procédures et on organisa des points centraux pour la gestion des ressources humaines, qui assuraient le service sur une base géographique et qui furent axés sur les directions des ressources humaines des grandes raffineries et des sièges centraux de San Donato Milanese et de Rome.
La gestion et le développement des ressources humaines furent soumis à une analyse préalable, faite par la direction du personnel. Elle devait analyser les compétences requises pour tous les groupes professionnels.
Un troisième axe de développement de la gestion des ressources humaines fut une progressive internationalisation des dirigeants et des employés, ce qui donna une plus grande attractivité de l'ENI sur le marché mondial du travail. Ce fut un bouleversement total du système précédent qui changea ENI comme jamais dans le passé.
Pour obtenir ce but on utilisa des politiques salariales adaptées au marché international du travail, on créa un centre d'excellence pour la recherche et la sélection du personnel international et on chercha de développer les ressources internes, en facilitant les échanges à distance au sein du groupe grâce aux technologies informatiques.

---

[395] Une stock option est une forme de rémunération versée par une entreprise généralement cotée en bourse. Il s'agit d'une option d'achat dont l'actif sous-jacent est l'action de l'entreprise concernée. Ainsi, ce système permet à des dirigeants et à des salariés d'une entreprise d'acheter des actions de celle-ci à une date et un prix fixé à l'avance. Ceci a notamment l'avantage d'inciter les employés à agir pour faire monter le cours de l'action de leur entreprise ; cfr. http://fr.wikipedia.org/wiki/Stock_option
[396] MASINO, ibidem.

Un de ces outils informatiques fut le portail intranet de l'entreprise appelé « MyENI », un système intranet de communication interne permettant à l'utilisateur d'accéder à toutes les applications dont il pouvait avoir besoin pour accomplir ses tâches.
Une solution pour améliorer continuellement la culture et les connaissances professionnelles du personnel de l'ENI fut la création de la « ENI Corporate University »[397] Ce fut une initiative intégrée dans la gestion du personnel et organisée à son commencement en cinq « départements » conçus comme des centres d'agrégation de connaissances sur des sujets spécifiques.
Dans le passé ENI avait eu le IAFE (Istituto Aggiornamento e Formazione Eni), qui suivait l'activité de gestion, ENIformazione pour la formation professionnelle, la Scuola Mattei,[398] qui faisait des cours pour les diplômés d'université italiens et étrangers, une unité de l'ENI SpA qui tenait ses contacts avec les universités pour orienter leurs études d'une façon utile aux exigences de l'industrie pétrolière et en sélectionnant les meilleurs étudiants et, enfin, les unités que dans AGIP et dans les autres sociétés du groupe avaient la tache de la formation professionnelle spécialiste.[399]
La formation de l'ENI Corporate University fut développée en quatre domaines :

- développement des domaines professionnels stratégiques pour ENI ;
- réalisations d'initiatives à soutien des processus d'affaires, en particulier ceux à l'étranger ;
- diffusion d'une culture orientée à certaines valeurs considérées stratégiques pour ENI ;
- formation de soutien de la conformité d'entreprise ;

L'ENI Corporate University fut dirigée par un conseil d'administration et par un comité scientifique composé de représentants du monde universitaire national et international et devint responsable du recrutement des diplômés italiens pour l'ensemble du Groupe.

3.2 La gouvernance selon ENI

Selon le site internet officiel de l'ENI :

> « *L'expression corporate governance définit le système de gouvernance d'entreprise et des règles de gestion et de contrôle de la société.*
> *L'intégrité et la transparence sont les principes de l'ENI dans la définition de son système de gouvernance d'entreprise, qui est divisé selon les règles générales et particulières applicables aux statuts, au Code de déontologie, aux recommandations contenues dans le Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées qui supportent Eni, aux règlements intérieurs et aux meilleures pratiques dans le domaine.*
> *Eni est un émetteur de valeurs mobilières cotées sur les marchés réglementés à Milan et à New York. La société adopte le système*

[397] GARBELLANO, S., *Apprendere per innovare. Best practices, tendenze e metodologie nella formazione manageriale*, Milano, Franco Angeli, 2006, page 137.
[398] La Scuola Enrico Mattei fut fondée en 1957 sous le nom de « Ecole des Hautes Etudes en hydrocarbures » par le premier président de l'ENI et fut nommée d'après lui après sa mort. C'est un institut de formation post-universitaire, en relation avec les pays étrangers et le tiers monde. En 1991, la formation a changé son nom en Master en économie de l'énergie et de l'environnement (MEDEA). Ce master, d'une durée de 10 mois, se compose de trois domaines d'études: Economie de l'industrie de l'énergie, Administration des affaires dans l'industrie de l'énergie, Gestion des actifs techniques dans l'industrie de l'énergie. Chaque année, ENI offre jusqu'à 60 bourses ; cfr. www.eni.com et wikipedia ad vocem.
[399] http://www.eni.com/it_IT/lavora-con-noi/lavorare-in-eni/eni-corporate-university/eni-corporate-university.shtml

traditionnel[400] *de gestion et de contrôle, dont la gestion est confiée au conseil d'administration et les fonctions de contrôle dévolues au Conseil des commissaires aux comptes de la société. Le contrôle légal des comptes est effectué par un cabinet de révision comptable indépendant.*
L'Assemblée des actionnaires a la tâche de prendre les décisions les plus importantes dans la vie de la société, entre autres, la désignation des organes de direction, d'approuver le budget et modifier les statuts.
Le conseil a délégué certains de ses pouvoirs de gestion à l'administrateur délégué et a nommé quatre comités avec pouvoir propositif et consultatif.
Les fonctions de président et chef de la direction sont clairement séparés et chacun doit représenter la Société.
Eni est soumise aux règles générales des sociétés cotées et à celles spéciales relatives à l'activité déroulée.
La présence du ministère de l'Economie et des Finances, en tant qu'actionnaire majoritaire, implique le contrôle sur la gestion financière par la Cour des comptes et l'application de dispositions particulières ; cependant, cela ne porte pas atteinte aux droits des autres actionnaires.
Ces normes sont celles liées aux pouvoirs dits spéciaux de l'Etat et aux limites de la propriété : les pouvoirs spéciaux ne sont pas directement liés au rôle de l'actionnaire, le ministère de l'Economie.
Le Statut doit reproduire fidèlement les dispositions ci-dessus, le code de conduite à laquelle se joint Eni décrit la gouvernance de l'entreprise et le Rapport sur la gouvernance d'entreprise chaque année donne des informations détaillées sur le système de gouvernance d'entreprise et la structure de propriété. »[401]

Voila la version officielle telle que l'on trouve sur le site internet du groupe. A' cela nous pouvons adjoindre que la présence des femmes fit partie des nouveautés dans le domaine de la gouvernance. A partir de 2002 elle commença augmenter et aboutit, aux résultats suivants :
Dans les 47 sociétés du groupe en Italie, la présence des femmes était en 2013 29,17% des membres, dans les Conseils d'Administration, mais le donné s'élevait à 33,53% si l'on tient compte des positions désignées par l'Eni et non de celles désignées par des autres actionnaires);
Dans les collèges des reviseurs des comptes 31,17% (32,35% en considérant seulement les fonctionnaires désignés seulement par Eni). Ce qu'est intéressant est la disproportion entre le numéro des femmes qui travaillent dans le groupe – 13% des salariés – et celui des femmes qui sont dans les positions directives, étant cettes dernières en pourcentage à peu près trois fois de plus que les salariées : 33,53 à 13,00. Cette différence est remarquable.
En ce qui concernait les filiales étrangères, les nominations dans les conseils d'administration étaient faites avec l'objectif de parvenir une présence féminine de 20% là où il n'y a pas de restrictions réglementaires et locales spécifiques, tel que dans certain pays islamiques.
En avril 2014, la presse rapporta que Madame Emma Marcegaglia avait été nommé président de l'ENI. Le correspondent de « Le Monde » écrit : « *Une bonne nouvelle. quatre femmes ont été nommées lundi 14 avril, par le gouvernement italien à la tête de quatre sociétés dont l'Etat est actionnaire.*

[400] Soit, le système ordinarie italien de qu'on a parlé.
[401] http://www.eni.com/it_IT/governance/sistema-e-regole/sistema-e-regole.shtml

Une mauvaise : réduction budgétaire oblige, elles seront moins bien payées que les hommes qu'elles remplacent. »[402]

En particulier, le conseil d'administration de la période 2014-2016 est composé par huit membres, dont deux femmes, plus le président, donc on a trois femmes, soit le 33% du conseil. Ce sera intéressant de noter que, outre que le président, les autres ont été nommées une, Madame Diva Moriani,[403] par le ministère de l'économie et l'autre par des actionnaires étrangers. Quant 'à Madame Marcegaglia, sa présence à la présidence de l'ENI est tant plus remarquable si nous pensons qu'elle n'a aucune expérience dans le domaine du pétrole et du gaz et que la plus grande partie de sa vie professionnelle s'est déroulée surtout dans des positions organisatrices plus que managériales dans le sens stricte de la parole.[404] Tout cela nous fait penser qu'il s'agisse plutôt d'une opération de façade, où la féminisation à été la justification pour des choix tout à fait politiques, sans rien nier à la compétence des deux femmes italiennes – toutes les deux nées en 1965 – nommées par le gouvernement de Matteo Renzi. Du reste, la présidence et une place dans le conseil d'administration, pour importantes qu'elles soient, ne sont pas grande chose en comparaison à la position de l'administrateur délégué. Et ce dernier est un homme, M. Claudio Descalzi, agé de 59 ans, avec une grande réputation et une grande expérience dans le secteur des hydrocarbures, car toute sa carrière s'est déroulée dans l'ENI.

Le fait que une des femmes ait été nommées par le ministère de l'Economie et finances nous porte à donner quelque autre détail pourra servir pour mieux cadrer la situation.

3.3 Les pouvoirs du ministre de l'Economie et des Finances

Avant tout, la première règle dans ENI est que personne ne peut posséder plus de 3% du capital social de l'ENI, sauf l'Etat ou ses organes.

Par conséquent le ministre de l'Economie et des Finances, en accord avec le ministre du Développement économique, a les pouvoirs de :

a) s'opposer à l'achat, par certain actionnaires et si le ministre estime que la transaction est préjudiciable aux intérêts vitaux de l'Etat, d'investissements importants, qui représentent au moins 3 % du capital sous forme d'actions avec droit de vote dans l'assemblée ordinaire
b) s'opposer à la signature de pactes ou conventions entre actionnaires ayant au moins 3% du capital représenté par des actions avec droit de vote lors des assemblées ordinaires.
c) exercer le droit de veto par rapport à la menace réelle causée aux intérêts vitaux de l'Etat en cas d'adoption des résolutions de dissoudre la Société, de transfert, fusion, scission, de déplacement du siège social à l'étranger, de

[402] P. RIDET, « Fidèle à son image, Matteo Renzi féminise la direction des entreprises publiques italiennes », dans « Le Monde », 16 avrile 2014.

[403] Ce qu'est intéressant à noter est que madame Moriani vient de la même petite ville toscane d'Arezzo, d'où vient la jeune ministre Maria Elena Boschi et où son grand-père, Oddo Moriani, est depuis longtemps conseilleur communal élu par le même parti de Matteo Renzi, cf. l'article "Manager aretina ai vertici Eni: Diva Moriani è nata in città. Cinque anni al Liceo Redi, affianca Emma Marcegaglia nella rivoluzione rosa di Renzi" dans «La Nazione – Arezzo » de 16 avril 2014, à télécharger de £ http://www.lanazione.it/arezzo/cronaca/2014/04/16/1053699-manager_aretina_vertici_diva_moriani_nata_citta_cinque_anni_liceo_redi_affianca_emma_marcegaglia_nella_rivoluzione_rosa_renzi.shtml

[404] Voir soit la source Emma Marcegaglia sur wikipedia, soit http://it.wikipedia.org/wiki/Emma_Marcegaglia, soit son curriculum à la page http://www.eni.com/it_IT/azienda/organigramma/presidente/emma-marcegaglia-presidente.shtml du site officiel de l'ENI.

changement d'activité, changement de Statut, suppression ou modification des pouvoirs dont on parle dans ce même article

d) nominer un membre du conseil d'administration sans droit de vote.[405]

3.4 L'Assemblée des actionnaires

L'assemblée des actionnaires se réunit au moins une fois par an, dans les 180 jours après la clôture de l'exercice, pour approuver le bilan.

A la demande d'actionnaires représentant au moins un vingtième du capital social, les administrateurs doivent convoquer immédiatement l'assemblée.[406]

En tout cas, l'assemblée générale ordinaire décide sur tous les objets relevant de sa compétence selon la loi italienne, autorise l'éventuel transfert de l'entreprise[407] et vote pour l'élection du conseil d'administration.[408]

3.5 Le conseil d'administration, le président et l'administrateur délégué

Le conseil d'administration est l'organisme de gestion de la société et est composé d'au moins trois et de ne pas plus que neuf membres. C'est l'assemblée qui fixe le nombre dans les limites ci-dessus.

Outre que les membres du conseils élus par l'assemblée, le ministre de l'Economie et des Finances a le droit, en accord avec le ministre du Développement économique, de nommer un autre « administrateur », soit un membre du conseil d'administration, mais sans droit de vote.

Tous les membres du conseil d'administration ne peuvent être nommés pour une période de plus de trois ans, qui peut être renouvelée deux fois, donc le maximum de leur permanence est de neuf ans. Ils sont élus, sauf celui nommé par le ministre, par l'assemblée à travers une élection, faite sur la base de listes présentées par les actionnaires et par le conseil d'administration

Les listes pourront être présentées seulement par les actionnaires qui, seuls ou avec d'autres actionnaires, représentant au moins 1 % du capital social. La liste qui obtient la majorité des voix obtient les sept dixièmes des administrateurs à élire. Les autres administrateurs seront élus sur des listes qui ne sont pas liées directement ou indirectement aux actionnaires qui ont présenté ou voté la liste avec le plus grand nombre de votes.[409]

L'assemblée peut élire le président du conseil d'administration. Si elle ne le fait pas, c'est le conseil d'administration qui pense à l'élection en choisissant le président parmi ses membres.

Le quorum pour les réunions du conseil d'administration nécessite la présence de la majorité des administrateurs en exercice qui ont le droit de voter. Les résolutions sont approuvées par le vote affirmatif de la majorité des administrateurs présents qui ont droit de vote. En cas d'égalité des votes, la victoire est donnée par le vote du président de la séance.[410]

Le conseil d'administration a les pouvoirs les plus étendus pour la gestion ordinaire et extraordinaire de la Société et, en particulier, a le pouvoir d'accomplir tous les actes qu'elle juge utiles pour la mise en œuvre et la réalisation de l'objet sociétaire, à l'exception du actes que la loi ou le statut ont réservés aux actionnaires. Encore, il décide sur la fusion et scission des sociétés dont l'ENI a au moins 90% du capital soit en actions soit en quotas de participation ; sur la mise en place et fermeture des bureaux secondaires et sur l'adaptation du statut à la loi.

---

[405] Statut de l'ENI, article 6, http://www.eni.com/it_IT/governance/sistema-e-regole/statuto-sistema-regole/statuto.shtml.

[406] Statut de l'ENI, article 12.

[407] Statut de l'ENI, article 12.

[408] Statut de l'ENI, article 17,

[409] Statut de l'ENI, article 17.

[410] Statut de l'ENI, article 21.

Le conseil d'administration et le directeur général informent sans délai le collège des contrôleurs des comptes, au moins trimestriellement et en tout cas lors des réunions du conseil, sur ses activités et sur les transactions économiques, financières et boursières les plus importantes par la Société et filiales ; en particulier, ils font un rapport sur les opérations dans lesquelles ils ont un intérêt personnel ou pour le compte de tiers.[411]
Le conseil d'administration peut déléguer ses pouvoirs à quiconque de ses composants, sauf l'administrateur nommé par le ministre, et peut également attribuer des pouvoirs au président pour l'identification et la promotion de projets intégrés et d'accords internationaux d'importance stratégique. Le conseil peut à tout moment révoquer les pouvoirs conférés ; en cas de révocation des pouvoirs donnés à l'administrateur délégué, le conseil peut faire la nomination simultanée d'un nouvel administrateur délégué.
D'après une proposition du président, en consultation avec l'administrateur délégué, le conseil peut déléguer à d'autres membres du conseil d'administration, à l'exception de l'administrateur nommé par le ministre, des pouvoirs à faire des actes isolés ou des catégories d'actes. Le président et l'administrateur délégué, dans les limites des pouvoirs qui leur sont attribués, ont la possibilité de conférer des pouvoirs de représentation de la société par des actes simples ou des catégories d'actes aux salariés de la société et à des tiers
Le conseil peut également nommer un ou plusieurs directeurs généraux et définir leurs pouvoirs, suivant une proposition de l'administrateur délégué en accord avec le président. En suivant une proposition de l'administrateur délégué, faite en accord avec le président et avec l'opinion favorable des contrôleurs des comptes, le conseil nomme le dirigeant chargé de préparer les documents comptables de l'entreprise. Celui-ci doit être choisi parmi les personnes qui pendant au moins trois ans :

a) ont été un administrateur ou un contrôleur ou un directeur de sociétés qui ont un capital de pas moins de deux millions d'euros et qui sont cotées sur les marchés réglementés italiens ou d'autres pays de l'Union européenne et d'autres pays de l'OCDE, ou
b) ont travaillé au contrôle légal des comptes dans les sociétés mentionnées à la lettre a), ou
c) ont eu une activité professionnelle ou en enseignant universitaire de matières financière ou comptable, ou
d) ont été des dirigeants dans des organismes publics ou privés actifs dans le secteur financier, comptable ou de contrôle des comptes.[412]

Le président enfin :

a) à le pouvoir de représenter la société ;
b) préside l'assemblée ;
c) convoque et préside le conseil d'administration ;
d) vérifie la mise en œuvre des résolutions du conseil ;
e) exerce les pouvoirs délégués par le conseil ;[413]

[411] Statut de l'ENI, article 23.
[412] Statut de l'ENI, article 24.
[413] Statut de l'ENI, article 27.

Avec l'administrateur délégué, le président a en outre la représentation ainsi que la signature officielle de la société devant les autorités judiciaires ou administratives et devant à des tiers, de l'entreprise. [414]
Enfin, est cela est à rappeler, le président et les membres du conseil d'administration ont droit à une rémunération qui sera déterminée par l'assemblée ordinaire. Cette résolution, une fois prise, sera également valable pour les années suivantes jusqu'à décision contraire de l'assemblée.[415]
Il faut encore souligner que dans certaines entreprise de certains pays on peut avoir l'adminstrateur délégué qui est à la fois le président aussi. On a une bonne literature en pro et contre cela, mais il est inutile d'en parler ici, car 93% des entreprises italiennes – y inclu l'ENI – donnent les deux positions toujours à deux personnes diverses.[416] De plus, jamais s'est passé le cas d'un ancien adminstrateur délégué élu président – comme parfois se passe en Allemagne ou en France et dans le 10% des cas en Italie[417] – aussi s'il n'y a aucun interdition formelle dans le statut de l'ENI.
Quant'au salaire de l'administrateur délégué, duquel nous parlerons encore, la moyenne annuelle italienne en 2013 était de 4,1 millions d'euros et il était composé par 1,7 millions de salaire de base, 1 million de bonus et 1,4 millions de motivation à long terme, quand en France la moyenne était 3,8 millions, divisés dans les trois composantes en 1,2, 1,4 et 1,2 millions respectivement.[418]
avantages m admettre qu'il ya rien d'étonnant et rien que noi soit pas normal dans un pays de l'ouest.

3.6 Le collège de révision des comptes

Le collège de révision des comptes se compose de cinq commissaires aux comptes et deux autre choisis parmi ceux qui répondent aux exigences de professionnalisme et d'intégrité énoncées par la loi ; il est nommé par l'assemblée sur la base de listes présentées par les actionnaires et c'est l'assemblée qui nomme en président du collège un des membres élus.
Le collège peut, après notification au président du conseil d'administration, convoquer l'assemblée et le conseil d'administration. Le pouvoir de convoquer des réunions du conseil d'administration ne peut être exercé individuellement par chaque membre du conseil, l'avis de convocation au moins deux membres du conseil.[419]

3.7 La gouvernance de l'ENI évaluée par les évaluateurs professionnels de 2000 à 2013

ENI commença bientôt à se préoccuper de démontrer la validité de sa gouvernance et les résultats en termes d'appréciation par les spécialistes ne tardaient pas à paraître. On en donnera ici quelque détail, en les groupant selon le type plutôt que dans un ordre chronologique.
La gouvernance est mesurée dans le monde par plusieurs experts, groupés dans des entreprises spécialisées. Leur évaluation est faite selon des paramètres connus et sert en guide aux investisseurs. Par conséquent, l'opinion favorable des évaluateurs est de grand aide sur le marché boursier et n'est pas négligeable.
Du point de vue de la chiffre d'affaires, l'ENI fut régulièrement confirmé parmi les premières entreprises dans les classement faits par Forbes et Fortune (cf. infra), mais à propos de la

[414] Statut de l'ENI, article 25.
[415] Statut de l'ENI, article 26.
[416] HEIDRICK & STRUGGLE, *Challenging board performance European corporate governance report 201*1, Chicago, Heidrick & Struggle, 2011. .
[417] Ibidem.
[418] TOWERS – WATSON, *Board pay in the Eurotop 100 – insight in analysis and trends,* September 2013, téléchargéable de https://www.towerswatson.com/DownloadMedia
[419] Statut de l'ENI, article 28.

gouvernance vraie et propre, l'ENI commença par apparaitre positivement dès 2000, quand la société belge Deminor – qui s'occupe d'engagement des actionnaires, de protection des investisseurs, de récupération de pertes sur investissements et dans le domaine de la gouvernance d'entreprises[420] – citait le Groupe parmi les meilleurs dans l'interprétation et l'application des règles de gouvernance d'entreprise à propos de la structure organisationnelle du conseil d'administration et des comités formés en son sein.[421] en considérant qu'un des champs d'éclat classique est celui des rapports entres le conseil d'administrations et les actionnaires, cette évaluation fut plus que bienvenue.
Pendant les années suivantes, l'ENI améliora son classement sous bien d'aspects y compris l'application des principes de gouvernance d'entreprise, en ayant démontré de la sensibilité sur les questions des droits et devoirs des actionnaires, de transparence et relatives à la composition du conseil d'administration. En 2007 le Groupe fut inclus dans les indices Dow Jones Sustainability Index. Cela démontra que son niveau de gouvernance d'entreprise avait toujours été en accord avec les normes de qualité les plus élevées. Cette évaluation fut confirmée ensuite et d'une façon telle qu'en 2012 le groupe obtint un score de 92, comparativement à 93 des meilleurs de la classe.
Des autres index tel que FTSE4Good Index, GMI, ou KWD Webranking – Lundquist – Bowen Craggs, ont toujours données des bonnes évaluation depuis 2005 et pendant les 10 ans suivants.
La communication financière, autre aspect important dans les rapports avec les actionnaires et les investisseurs, fut évaluée positivement par H & M Webranking Italie Top100 et dans H & M Webranking Prix Europe à partir de 2009, un classement qui récompensait la qualité de la communication d'entreprise de sites web d'entreprise des 100 plus grandes entreprises italiennes et des 500 plus grandes entreprises européennes par capitalisation boursière.
De la même manière, Hallvarsson & Halvarsson, la société de communication financière qui a développé le classement sur la base des informations transmises par une pluralité d'analystes, investisseurs et journalistes de toute l'Europe, en Novembre 2008 ENI atteignit la deuxième place dans l'accountability Rating Italie – 2008, et confirmait cette position en 2009.
Il est intéressant de noter que ces deux évaluations furent publié en 2009, quand (cf. Tableau 10) revenus et bénéfices baissaient au minimum pendant les derniers quatre ans, avec une perte de 22,5% face à l'année précédente. La perte fut compensée pendant les deux années suivantes, avec une récupération de 14,54% déjà en 2010. Et il est alors permis de supposer que la bonne communication financière ait aidé passer la crise de 2009, tel qu'elle pourrait aider passer la crise .
En conclusion : l'ENI a son code de comportement et le respecte, son administratuer délégué n'est pas son président aussi, mais les deux sont deux personnes différentes et le salaire de l'administrateur délégué est dans la moyenne italienne : tout semble dans l'ordre, donc, après avoir donné ce cadre de la nouvelle gouvernance, on peut en voir les effets à travers les résultats de sa gestion. Mais il faut encore une fois rappeler la chose la plus importante : le groupe ENI est soumis au ministère de l'Economie, qui, directement ou indirectement, à traver la Cassa Depositi e Prestiti, en possède 30% à peu près.
En théorie, vu que l'étude faite en 2007 par M. Harbula[422] a démontré que la performance financière des sociétés françaises avec un actionnaire principal est meilleure que la moyenne, et que, d'une façon idéale, l'actionnaire principal doit détenir une participation comprise entre 30 et 50% dans le capital de l'entreprise, on devrait dire que l'ENI, avec ses 30% détenu par l'Etat italien est dans una situation parfaite. Un proprietaire, ou, pour se ténir à l'éventail des cas étudiés par M. Harbula, une famille, regarde toujours à ses intérets et l'Etat italien lui aussi, avec une

[420] http://www.deminor.com/group/fr/le-groupe-deminor
[421] http://www.eni.com/it_IT/governance/sistema-e-regole/riconoscimenti-governance-eni/riconoscimenti-governance-eni.shtml, 2000.
[422] Harbula, Péter, The ownership Structure, Governance, and Performance of French Companies, dans *Journal of Applied Corporate Finance,* volume 19, issue 1, pages 88–101, Winter 2007.

différence. L'intérêt d'une famille ou d'un proprietaire normalemment s'identifie avec celui de l'entreprise, car l'entreprise est souvent tout ce qu'ils ont. L'intérêt d'un Etat n'y s'identifie pas nécessairement, comment l'on verra, ou pas de la même façon, car l'entreprise est un – et seulement un – des outils que l'Etat possède, et donc elle peut être utilisée d'une manière pas trop entrepreneurielle.

Chapitre 4

L'influence de la nouvelle gouvernance de l'ENI sur l'évolution de son capital

La nouvelle gouvernance de l'ENI, en étant fort influencée directement et indirectement par la présence de l'Etat, donna des résultats qui dans un premier temps furent assez bons, avec une croissance fort marquée pendant les premières années après la privatisation. A' partir de la dixième année, les choses commençaient aller un peu moins bien et on eut une forte baisse des revenus et une baisse terrible des bénéfices. ENI eut besoin de quelques années pour récupérer. Ici nous avons essayé d'expliquer les raisons de cette crise. En exploitant les tableaux avec les courbes relatives à plusieurs aspects de l'activité de l'ENI, on commence par le plan d'achat des actions propres fait par le groupe et, en passant à travers les budgets de la période 2000-2013, on arrive à des données qui sont partialement discutés mais, qui, surtout, donnent une base pour les chapitres suivants et pour les conclusions.

5.1 L'achat des actions propres

À partir de 1998 et jusqu'à 2011 l'ENI poursuit un programme d'achat de ses actions pour un plan de stock. En mentionnant qu'il semble avoir été fait en hommage au – ou en suivant le – postulat de Barnea, Haungen et Senbet,[423] qui considèrent que le recours aux stock options peut résoudre les problèmes conflictuels entre actionnaires et dirigeants et réduire d'une façon significative les coûts d'agence,[424] il reste à fournir quelques donnés.

Entre 1992 et 2001, le total des actions ordinaires grandit de 3.028.500 à 8.002.233.953.[425] Il fut réduit au commencement du 2001, car le Conseil d'administration de l'ENI décida de proposer à l'assemblée ordinaire des actionnaires la mise de côté de trois milliards de lires – soit 1.549.370 euros 2001 – pour permettre l'issu des actions nécessaires au plan de stock pour les dirigeants.[426]

Le passage de la lire italienne à l'euro impliqua une modification. Un euro était égale à peu près à 2.000 lires italiennes – exactement à 1.936,27 lires italiennes – et donc le total des actions de

---

[423] BARNEA, A. – HAUGEN, R. A. – SENBET, L. W., *Agency Problems and financial contracting*, Englewood Cliffs, NJ, Prentice Hall, 1985.

[424] Voir aussi CHARREAUX, G. – PITOL-BELIN, J.-P., *Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires*, publié dans « Revue Française de Gestion », Dossier spécial « Actionnaires et Gestionnaires », n° 87, Janvier-Février, 1992, p.84-92, téléchargeable dans http://leg.u-bourgogne.fr/wp/0911001.pdf et, quant aux coûts d'agence, CHARREAUX, G., *Structure de propriété, relation d'agence et performance financière,* publié dans « Revue Economique », 1991, vol. 42, n° 3, 521-552 et repris dans CHARREAUX, G. (éd.), *Le gouvernement des entreprises*, Economica, 1997, p. 55-85, téléchargeable sur http://leg.u-bourgogne.fr/wp/0891001.pdf, CHARREAUX, G. - DESBRIERES, P., *Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale,* Working Papers FARGO 0970801, Université de Bourgogne 1997, publié par les mêmes auteurs avec le même titre dans « Revue Finance Contrôle Stratégie », Editions Economica, volume 1, numéro 2, juin 1998, pages 57-88, téléchargeable dans http://leg.u-bourgogne.fr/rev/012088.pdf

[425] Dans l'annexe on trouve le tableau de l'évolution du montant du capital social – divisé en numéro des actions ordinaires, leur valeur nominal et montant du capital social – dès le commencement des privatisation et jusqu'à 2005 : cfr. Tableau A – Evolution du capital social de l'ENI dès juillet 1992 à 2005.

[426] *Eni: Bilancio 2000: confermato l'utile record e il dividendo di 410 lire per azione; Conferma del programma di acquisto di azioni proprie fino a 3,4 miliardi di euro; Ridenominazione del capitale sociale in euro e raggruppamento delle azioni; Incorporazione*, (*Eni: bilan 2000: confirmé le profit record et le dividende de 410 lires par action; confirmation du programme d'achat d'actions propres jusqu'à 3,4 milliards d'euros; récalculation du capital social en euros et regroupement des actions; incorporation*) communication officielle de l'ENI, San Donato Milanese, le 27 mars 2001.

l'ENI, en passant d'une valeur en lires à une valeur en euros, fuit réduit à la moitié, soit à 4.001.116.976 ; dès le 2001 à 2005 il augmenta encore à 4.005.358.876, chiffre qui resta constant pendant les années suivantes.
En conséquence de ce plan, en 2010 on avait 1.060.821 actions de l'ENI entre les mains de 23 dirigeants et un cinquième d'elles appartenait à l'administrateur délégué.[427] Ce n'était pas grand chose, vu qu'au 31 décembre 2010 les actions en circulation étaient 3.622.500.000,[428] que le quota de participation du ministère de l'Economie et des Finances était du 3,93% et celle de la Caisse des dépôts et prêts S.p.A. (propriété de l'Etat italien) était du 26,37%, comme on peut le voir de par le tableau suivant :[429]

Actionnaires	**Numéro d'actions**	**Pourcentage du capital social**
Ministère de l'Economie et des Finances	157.552.137	3,93 (en réalité 4,34%)
Caisse Dépôts et Emprunts S.p.A. (*)	1.056.179.478	26,37 (en réalité 29,15%)
Blackrock Inc. (**)	107.373.800	2,68 (en réalité 2,96%)
ENI S.p.A. (actions propres)	382.654.833	9,55 (10,56%)

(*) Contrôlée par le Ministère de l'Economie et des Finances
(**) Participation détenue indirectement à travers 16 sociétés de gestion de l'épargne

On pourrait dire qu'il n'y avait pas trop de différence entre l'ENI de 2011 et celui du passé, car si dans le passé le group était une entreprise publique, en 2011 l'Etat italien en contrôlait directement ou indirectement un peu moins du 40%. En fait, l'Etat avait le 3,93%, mais il avait aussi la majorité absolue des actions de la Caisse des dépôts et prêts, qui, à son tour, était propriétaire du 26,37%. Ce 30,30% donnait à l'Etat le contrôle du group ENI, qui, à son tour, était le propriétaire du 9,55% de son capital, c'est-à-dire qu'à travers les 30,30% l'Etat avait le contrôle de 9,55% du capital, ce qui, joint à 30,33% donne 39,85%.
On peut se poser des questions telles que : est ce que nous sommes encore en présence d'un groupe privé, ou privatisé, ou est-il de nouveau une entreprise publique ? S'il s'agit encore d'une entreprise privatisée ou privée, quelle est la différence, s'il y en a une, en termes de gouvernance soit avec le passé soit en comparaison avec des autres groupes publics italiens privatisés ?

5.2 Le résultat de la modification de la gouvernance d'après la privatisation vu à travers les budgets: 2000-2013

Apres avoir parlé des plans stratégiques, il faut voir comment ils furent mis en pratique et avec quels résultats chiffrés. Il faut donc s'adresser à la source la plus claire : les bilans et comptes de résultats.[430] Comment nous l'avons déjà vu dans le chapitre 1.9 de cette partie, certains auteurs, y

[427] Source ENI, http://www.eni.com/it_IT/governance/operazioni-internal-dealing/operazioni-internal-dealing.shtml.
[428] ENI, *Relazione finanziaria 2010*, cité, page 8.
[429] Donées fournies par ENI, cfr. *Al via i corporate bond Eni: nuova emissione dedicata ai risparmiatori italiani,* (*A' la départure les corporate bond Eni: nouvelle émission dediée aux épargnants italiens*) communicartion officielle de l'ENI, San Donato Milanese, 09 septembre 2011, http://obbligazioni-2011.eni.com .
[430] Il faut souligner qu'un bilan italien a quelques différences avec un bilan français, car la loi italienne n'oblige pas à faire participer les salariés au bénéfices et car l'amortissement est différent. L'Italie et l'Allemagne ont un système dit d' "amortissement à annuités constantes" avec une différence entre l'un et l'autre. L'amortissement italien prévoit que chaque quota d'amortissement (en faisant l'hypothèse que les versements soient à intervalles égaux et que "n" soit le nombre des périodes prévues pour l'amortissement) soit constant et payé ensuite; en particulier on parle d'amortissement italien quand soit les annuités soit les intérêts sont payés après. L'amortissement allemand est

inclu P. Vernimmen et ses collégues, soulignent que : « *la bonne gouvernance d'entreprise conduit à la création de valeur pour les actionnaires* »[431] en rapportant que les résultats exposés par Bauer, Guenster et Otten[432] à propos des compagnies européennes coïncidé avec ceux presentés par Gompers sur les entreprises américaines.[433]

Il faut prendre une certaine quantité d'indicateurs divers, depuis 1998, première année où la propriété de l'Etat passa au dessous du 50% du capital. On se souviendra que la première tranche avait été mis sur le marché en décembre 1995, 20% du capital ; la deuxième, en 1996, 15,8% ; la troisième, en juin 1997, 17,1% du capital, ce que mit globalement dans les mains des investisseurs 52,9% du capital. Ce fut ENI 4 qui, avec la vente du 12,5% du capital, baissa la partie de propriété directe et indirecte du Trésor à un peu plus de 30%, avant la cession du dernier 5%. On commence donc avec les indicateurs les plus évidents, soit les courbes des revenus et des bénéfices et leur comparaison dans le tableau 10.[434]

---

semblable à l'italien, sauf que les intérêts sont payés avant, mais le capital est remboursé après, ce qui donne un premier versement composé par les intérêts seuls et le remboursement du capital à suivre. Le premier versement du système allemand sera d'une valeur inférieure à tous autres versements, qui auront une valeur comptant. L'amortissement français, comme on sait, prévoit que les versements sont payés après et que le montant obtenu par le débiteur au commencement (t = 0) est la valeur d'une rente à versements constants. Chaque versement est composé par l'addition d'une annuité et d'une quota-intérêts sur le capital qui reste: on fait l'hypothèse que l'annuité est progressivement croissant avec le paiement des versements, constants, mais avec un taux variable.

L'amortissement italien est variable, selon les catégories d'entreprises. Le décret ministériel du 31 décembre 1988 divisa les catégories en 23 Groupes. Les sociétés pétrolières sont dans le Groupe 4 - Industrie estrattive di minerali metalliferi e non metalliferi (industries d'extraction des minéraux métallifères et non métallifères) et de la Specie 4a - Miniere di combustibili liquidi e gassosi (Minières de combustibles liquides et gazeux), qui est divisé de cette façon :

Fabbricati destinati all'industria (bâtiments destinés à l'industrie) 5,5%;

Costruzioni leggere (tettoie, baracche, ecc) (constructions légères: auvents, baraques etc.) 10% ;

Impianti generici (usines génériques) 8% ;

Impianti specifici (compresi i pozzi) (usines spécifiques, compris les puits) 15% ;

Impianti specifici dell'industria per lo sfruttamento delle forze endogene (usines spécifiques de l'industrie pour l'exploitation des forces endogènes) 25% ;

Autosonde, autoregistratori per rilievi geofisici e diversi (sondes automobiles, enregistreurs automobiles pour reliefs géophysiques et diverses) 25% ;

Attrezzatura varia e minuta (Outils en général et petits outils) 35% ;

Impianti destinati al trattamento ed al depuramento delle acque, fumi nocivi, ecc mediante impiego di reagenti chimici (usines destinés au traitement et à la dépuration des eaux, fumées dangereuses etc., à travers l'emploi de réactif chimiques) 15% ;

Mobili e macchine ordinarie d'ufficio (meubles et machines ordinaires de bureau) 12% ;

Macchine d'ufficio elettromeccaniche ed elettroniche compresi i computers e i sistemi telefonici elettronici (machines de bureau électromécaniques et électroniques y compris les ordinateurs et les systèmes téléphoniques électroniques) 20% ;

Autoveicoli da trasporto (autoveicoli pesanti in genere, carrelli elevatore, mezzi di trasporto interno, ecc) (véhicules automobiles de transport – véhicules automobiles lourds en général, chariots élévateurs, moyens de transport intérieur etc.) 20% ;

Autovetture, motoveicoli e simili (automobiles, motos et semblables) 25% .

[431] VERNIMMEN, P. – QUIRY, P. - DALLOCCHIO, M. - LE FUR, Y. - SALVI, A., *Corporate Finance: Theory and Practice*, Chichester, John Wiley & sons, 2014, p. 791

[432] BAUER, R. – GUENSTER, N. - OTTEN, R., *Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance*, (October 23, 2003). EFMA 2004 Basel Meetings Paper; téléchargéable de : http://ssrn.com/abstract=444543 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.444543

[433] GOMPERS, P. A. - ISHII, J. L.- METRICK, A., op. cit.; cf. chapitre 1.9, notes 331 et 332.
téléchargéable de : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278920

[434] Toutes les données pour les courbes des revenus et des bénéfices de l'ENI sont prises des comptes de résultats publié par ENI : le 1er juin 2001 (qui avait toute les chiffres des comptes des résultats des années 1998, 1999 et 2000 pour donner la situation comparative) ; le 31 mars 2002 et approuvé le 30 mai 2002 ; le 27 mars 2003 et approuvé le 30 mai 2003 ; le 30 mars 2004 et approuvé le 1er juin 2004 ; le 30 mars 2005 et approuvé le 30 mai 2005 ; le 31 mars

Les deux courbes sont croissantes de 1998 à 1999. Celle des revenus l'est prés que toujours et baisse deux fois, en 2004 et en 2008. Seulement en 2008 elle arrive au dessous des résultats des derniers deux ans, mais elle a une hausse à partir de l'année suivante.
La courbe des bénéfices a une croissance brusque de 1999, suite à la vente de ENI 4 et en 2001, quand en février on eut la vente de la dernière tranche, ENI 5. On peut noter une baisse pendant les années 2001 et 2002, suivie par une croissance continuelle dans les cinq années suivantes, 2007 inclus. En 2000 le bénéfice augmenta de 81% face à 1999. Le bénéfice opérationnel s'accrut à son tour, principalement grâce à l'augmentation des prix des hydrocarbures et de leur quantité vendue.[435]
L'année suivante vit un bénéfice record de 7.745 millions d'euros, avec une augmentation de 1.974 millions par rapport à 2000, soit 34,2%. Les plus-values dérivaient du placement sur le marché de 40,24% de SNAM Rete Gas (2.453 millions d'euros) et de la cession du patrimoine immobilier (610 millions d'euros),[436] il s'agissait donc de revenus ponctuelles et pas structurelles.
C'était une condition favorable, mais spécifique.[437]

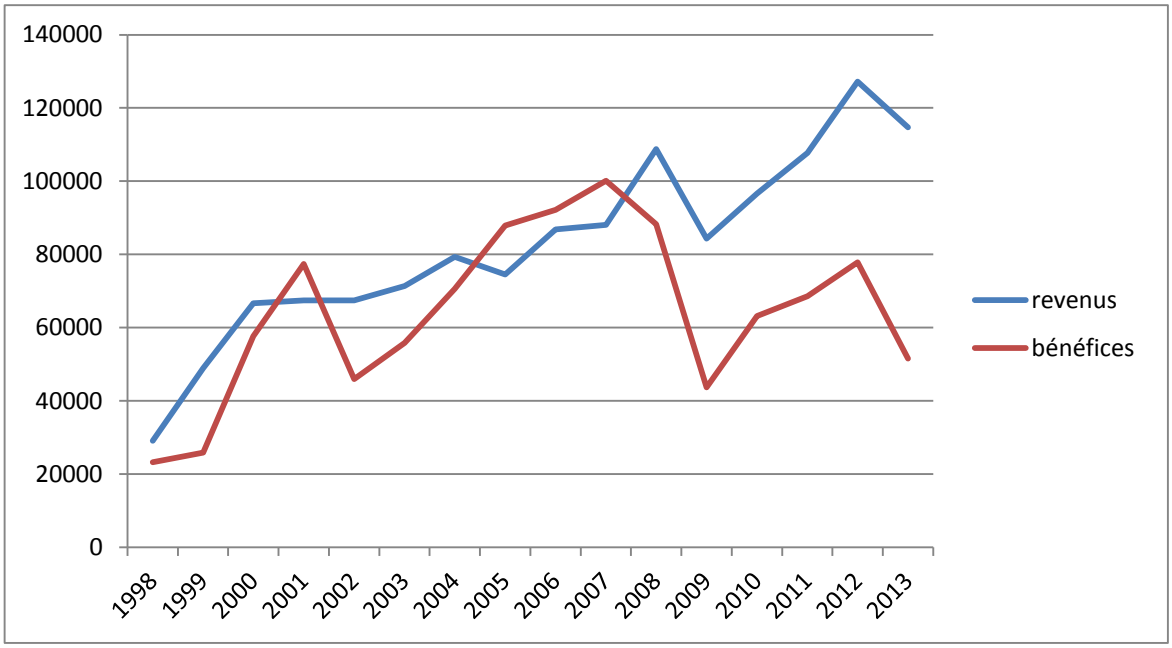
2006 et approuve le 26 mai 2006 ; le 30 mars 2007 et approuvé le 24 mai 2007 ; le 14 mars 2008 et approuvé le 29 avril 2008 ; le 13 mars 2009, approuvé le 30 avril 2009 ; l'11 mars 2010, approuvé le 29 avril 2010 ; le 10 mars 2011 et approuvé le 5 mai 2011 ; le 15 mars 2012 et approuvé le 8 mai 2012, soit réspectivement : ENI, *Bilancio al 31 dicembre 2001 redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, Roma, EniComunicazione SpA, 2002; ENI, *Bilancio 2002 redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127,* Roma Ugo Quintily SpA, 2003; ENI, *Bilancio 2003 redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, Roma Ugo Quintily SpA, 2004; ENI, *Bilancio 2004 redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127,* Roma Ugo Quintily SpA, 2005; ENI, *Bilancio 2005, redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, ENI, *Bilancio 2006, redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2007; ENI, *Bilancio 2007, redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, Roma, Mari Group, 2008; ENI, *Relazione Finanziaria Annuale 2008 redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.1 delTUF;* ENI, *Relazione Finanziaria Annuale 2009 redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.1 del* ENI, *TUF*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2010; ENI, *Relazione Finanziaria Annuale 2010 redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.1 del* ENI, *TUF*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2011;
D'or en avant on trouvera seulement l'indication : « Source : Bilans de l'ENI » suivi par les années, par exemple « 2001-2012 ».

[435] *Eni: Preconsuntivo 2000: utile netto di 5.767 milioni di euro (11.166 miliardi di lire), record storico dell'industria italiana*, (*Eni: Préconsumptif 2000: profit de 5.767 millions euros (11.166 milliardes de lires), record historique de l'industrie italienne*) communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 28 février 2001, qu'on peut consulter dans http://www.eni.com/it_IT/media/comunicati-stampa/2001/02/Eni__Preconsuntivo_2000__utile_28.02.2001_1192442328792.shtml?menu2=archivio-media&menu3=comunicati-stampa; et *Eni: Bilancio 2000*, publié le 27 mars 2001, qu'on peut consulter dans http://www.eni.com/it_IT/media/comunicati-stampa/2001/03/Eni__Bilancio_2000__confermato_27.03.2001_1192442330779.shtml?menu2=archivio-media&menu3=comunicati-stampa .

[436] Eni - *Preconsuntivo 2001: utile netto di 7,7 miliardi di euro (+34%); è record per il terzo anno consecutivo*, (*Eni: Préconsumptif 2001: profit de 7,7 milliards euros (+34%), c'est record pour la troisième année consécutive*) communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 27 février 2002; cfr. http://www.eni.com/it_IT/media/comunicati-stampa/2002/02/Eni__Preconsuntivo_2001__util_27.02.2002_1192442301712.shtml?menu2=archivio-media&menu3=comunicati-stampa et *Eni: Bilancio consolidato 2001: confermato l'utile record di 7,7 miliardi di euro e il dividendo di 0,75 euro per azione,* (*Eni: Bilan consolidé 2001: confmiré le profit record de 7,7 milliards et le dividende de 0.75 euros par action*) communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 27 mars 2002, http://www.eni.com/it_IT/media/comunicati-stampa/2002/03/Eni__Bilancio_consolidato_2001_27.03.2002_1192442311701.shtml?menu2=archivio-media&menu3=comunicati-stampa

[437] ENI, *Preconsuntivo 2002*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 28 février 2003, sur le site ENI, voir dans http://www.eni.com/it_IT/media/comunicati-stampa/2003/02/Eni___Preconsuntivo_2002_28.02.2003_1192442311059.shtml?menu2=archivio-media&menu3=comunicati-stampa ; et *Bilancio consolidato e dividendo,* communiqué officiel de l'ENI, http://www.eni.com/it_IT/media/comunicati-

Tableau 9
Comparaison pondérée entre revenus et bénéfices[438]



Le bénéfice continua d'être croissant en 2004, car il atteignit 7.274 millions, soit une augmentation de 1.689 millions plus qu'en 2003, (+30,2%).
La grande nouveauté du 2004 se passa rétrospectivement, en février 2005, quand ENI annonça l'adoption des règles IFRS.[439] Toutes les sociétés européennes devaient appliquer les nouveaux paramètres et rédiger une situation patrimoniale au 1er janvier 2004, en soulignant tout et seulement ce qu'était une passivité selon les principes IFRS, en classifiant et évaluant passifs et actifs selon les valeurs IFRS et en ré-classifiant les voix de bilan qui, jusqu'à là, avaient été calculés d'une façon différente de ceux des IFRS.
L'ENI annonça qu'en suivant les nouvelles règles, on avait la révision la valeur nette des plants, l'élimination du critère LIFO[440] dans l'évaluation des stocks, l'application du concept de « probable », au lieu de la « raisonnable certitude » quant aux impôts anticipés et bien d'autres.[441]
En conséquence on pouvait s'attendre une augmentation du patrimoine net et du capital investi net à la date de 1er janvier 2004, grâce surtout à la révision de la valeur nette des usines et à l'introduction du coût moyen pondéré au lieu du LIFO annuel dans l'évaluation des stocks de pétrole, des produits pétroliers et du gaz naturel.[442]

---

stampa/2003/03/Eni__Bilancio_consolidato_2002_27.03.2003_1192442307600.shtml?menu2=archivio-media&menu3=comunicati-stampa San Donato Milanese, 27 mars 2003.

[438] Source : Bilans de l'ENI 1998-2013 ; la pondération a été faite en multipliant pour dix les valuers des bénéfices pour mettre en meilleur évidence le cours de leur courbe.

[439] Introduites avec le Règlement n. 1606/2002 du Parlément Européen et du Conseil européen du 19 juillet 2002.

[440] Last In, First Out, souvent abrégé par l'acronyme LIFO, signifie « dernier arrivé, premier sorti ». Cette expression est très utilisée en comptabilité analytique et d'une manière générale dans les techniques de gestion des stocks. Elle est dans ce cas souvent traduite par DEPS pour « Dernier entré, premier sorti ».

[441] La liste complète se trouve dans *Bilancio consolidato 2004*, cit.

[442] Cette dernière modification aurait eu une influence sur les résultats, car, selon les règles avant de l'introduction del IFRS, la variation du prix du pétrole et des produits pétroliers n'avait aucune effet sur l'évaluation des stocks, sauf dans le cas de la réduction de leurs volumes, mais avec l'adoption du coût moyen pondéré, la variation allait avoir une influence directe sur l'évaluation avec le « profit or loss in stock » nés de la différence entre le coût courant des produits vendus et le coût résultant de l'application du coût moyen pondéré.

De 2005 à 2007 on eut des records, car le bénéfice monta à 8.788 millions,[443] puis à 9.217 et, en 2007, l'année des bénéfices les plus élevés et, au même temps, du commencement de la baisse, fut de 10 milliards d'euros, mais le bénéfice *adjusted* fut de 9,5 milliards et – premier signe de baisse – marqua une diminution du 9% par rapport à 2006, parce que l'euro était fort par rapport au dollar américain : leur change en pourcentage avait augmenté de 9,2%. Naturellement, le ROACE aussi baissa, car il passa de 22,7% de 2006 à 19,3% de 2007.[444] De son côté le *leverage* fut de 0,38, quand en 2006 il avait été seulement de 0,16, soit moins que la moitié, et de 0,31 et 0,27 respectivement en 2004 et en 2005.[445]

En 2008 le bénéfice baissa brusquement de 10.011 millions à 8.825. Le groupe justifia la situation en expliquant qu'on avait eu une baisse de la production à cause des problèmes techniques dans la Mer du Nord, des ouragans dans le Golfe du Mexique et d'un épuisement progressif de certains gisements, partiellement sauvé par l'entrée en service d'autres gisements, mais compliqué par une baisse du marché du gaz en Europe – seulement en Italie -5% – et de la valeur du dollar américaine face à l'euro, qui avait affaibli la compétitivité de celui ci.[446]

Certaines analyses furent un peu plus précises et sévères et soulignaient que le profit adjusted avait baissé de 22,7 à 19,3%, que le prix d'une action était passé de 20 euros en 2005 à 23 au commencement du 2008 et que l'endettement avait atteint 17 milliards d'euros. Enfin, on dit que le vrai problème était bien plus grave car la situation des réserves n'était pas bonne. Il faut ajouter, une fois pour toutes, qu'il est nécessaire faire toujours attention en lisant les sources relatives à l'ENI, car elles ne sont jamais objectives. On a des sources – surtout des articles, des déclarations ou des transmissions de télévision – très critiques vers l'ENI et sa gestion, tant à l'étranger qu'en Italie. Mais, d'autre part et par conséquent, on retrouve des communiqués officiels de l'ENI très, parfois trop, optimistes, soutenus par des articles autant optimistes dans la presse, surtout italienne. Il est important d'en tenir compte, comme il est important de se rappeler que le monde de la production des hydrocarbures a toujours été sans pitié et sans règles morales – sauf en paroles – dès le début de XX siècle, au minimum. La seule chose est de faire de la confiance aux chiffres et, en particulier, aux chiffres comparés entr'eux et pendant une longue période, pour comprendre si la politique du groupe a été bonne ou non.

On eut des articles fort critiques dans la presse. Il n'était pas faux que la situation de l'ENI n'était bonne, mais le programme d'achat et d'investissement de 2007-2008 commença à donner ses premiers résultats en 2013. On devait reconnaitre à M. Scaroni d'avoir agi en faisant ce qu'on

---

[443] *Eni – Preconsuntivo 2005*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 28 février 2006, dans http://www.eni.com/it_IT/media/comunicati-stampa/2006/03/Eni__Preconsuntivo_e_Quarto_Tr_01.03.2006_1192442431437.shtml?menu2=archivio-media&menu3=comunicati-stampa et *Bilancio consolidato 2005*, de l'ENI, San Donato Milanese 31 mars 2006 http://www.eni.com/it_IT/media/comunicati-stampa/2006/03/Eni__Bilancio_consolidato_200_31.03.2006_1192442438029.shtml?menu2=archivio-media&menu3=comunicati-stampa

[444] En 2005 avait été 20,5%, mais en 2004 seulement 18,8%.

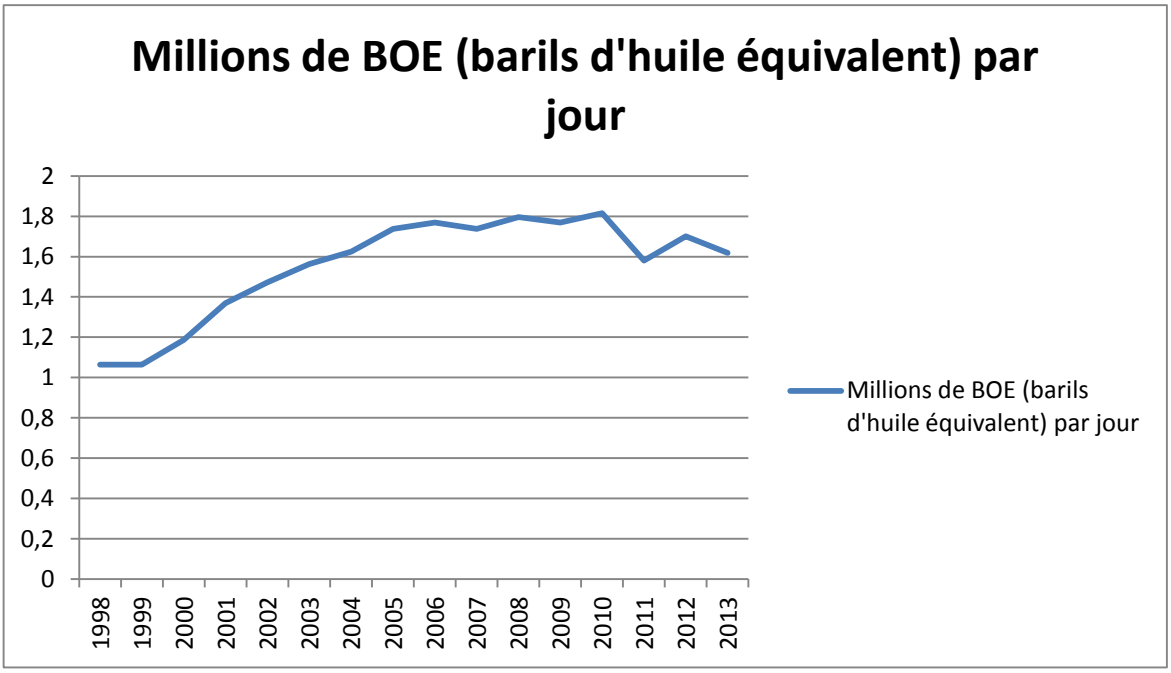
[445] *Eni – bilancio 2007*, Roma, Grafica Internazionale per ENI, 2008, page 11, à télécharger du site web de l'ENI http://www.eni.com/it_IT/media/comunicati-stampa/2008/03/2008-03-14-risultati-bilancio-2007.shtml?menu2=archivio-media&menu3=comunicati-stampa

[446] ENI, *ENI annuncia i risultati del quarto trimestre e del preconsuntivo 2008*, (*ENI annonce les résultats du quatrième trimestre et du préconsomptif 2008*) communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 13 février 2009, pages 2 et 3, paragraph "Exercice 2008", à voir et télécharger du site http://www.eni.com/it_IT/media/comunicati-stampa/2009/02/2009-02-13-Bilancio-preconsuntivo-al-31-dicembre-2008.shtml?menu2=archivio-media&menu3=comunicati-stampa et ENI, *Relazione finanziaria annuale 2008,* Roma, Marchesi Grafiche Editoriali per ENI, 2009, pages 4 et 9, à voir et télécharger de http://www.eni.com/it_IT/media/comunicati-stampa/2009/03/2009-03-13-bilancio-consolidato-2008.shtml?menu2=archivio-media&menu3=comunicati-stampa

pouvait faire dans une situation qui, si elle était mauvaise pour l'ENI, n'était pas pourtant bonne pour les autres.
En 2009 la situation ne s'améliora pas, car le bénéfice baissa de 8.825 à 4.367 millions.[447]
Naturellement on ne pouvait pas s'attendre qu'une situation mauvaise put améliorer rapidement. On avait besoin de temps et, surtout, on aurait eu besoin d'éviter les mauvaises conséquences de la guerre en Libye de 2011 et les effets des contrats « take or pay », ceux ayant la clause par laquelle on livre le gaz, mais si on ne le prend pas on le paye également, contrats dont ni l'ENI ni la presse ne parla, ou pas trop.
Finalement, en 2010 l'ENI recommença à avoir des bénéfices croissants, car ce fut cette année là qu'on obtint 6,32 milliards d'euros, avec un bénéfice *adjusted* de 6,87 milliards, soit une augmentation de 32% sur 2009. Le *leverage* baissa à 0,47, soit un peu plus qu'en 2009, quand il avait été 0,46, mais bien au dessus des années d'or de 2004 à 2006. Le ROACE se trouva croissant pour la première fois dès 2006 en passant à 10,7, un résultat qui n'aurait pas été confirmé par le 9,9 de l'année suivante.[448]
2011 donna à ENI la grande réduction de production due à la guerre en Lybie, de début mars à la fin de l'automne. On eut une certaine compensation idéale et en perspective seulement grâce aux nouvelles découvertes de grands gisements, surtout de gaz, en Mozambique, en Angola, dans la Mer de Barents et dans le Pacifique du Sud-est, mais elles ne furent pas capables de balancer la situation, car, comme on vient de le dire, entre la découverte et l'exploitation il faut plusieurs années. La crise économique qui frappa l'Europe à partir de l'été 2011 apporta une baisse de la consommation de gaz et, surtout, d'essence, dont le prix augmenta d'une façon incroyable en Italie, à peu près de 40% pendant un an. Les pertes ne généraient pas des baisses, mais plutôt des contraintes de la croissance du bénéfice, qui augmenta, mais en passant seulement de 6.318 milliards en 2010 à 6.891 en 2011, marquant le 9,1% d'augmentation.[449]
La baisse progressive des bénéfices entre 2008 et 2010 et la nécessité d'acheter concessions et puits et d'y investir entraina un croissant besoin d'argent, ce qui obligea ENI à chercher de la liquidité sur le marché, surtout en faisant recours à des emprunts avec l'émission d'obligations : deux milliards en 2011, encore deux milliards en 2012,[450] quatre milliards et 950 millions en 2013.[451]
On peut maintenant donner un coup d'œil à la situation de la production et des réserves. Dans les deux courbes suivantes on verra que la vente des produits pétroliers et gaziers alla bien, avec une courbe toujours croissante, jusqu'en 2011, quand les conséquences de l'arrêt de l'activité en Libye causée par la guerre provoqua une baisse qui fut une véritable régression aux niveaux de 2005-2006, ce que – comme on verra après – semble bien être reflété par le cours des bénéfices aussi.

[447] ENI, *Relazione Finanziaria Annuale 2010*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2011, page 101.
[448] ENI, *Relazione finanziaria annuale 2009*, cité, page 4 et page 12.
[449] *Eni annuncia i risultati del quarto trimestre e del preconsuntivo 2011*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 15 février 2012.
[450] *Eni: emissione obbligazionaria a tasso fisso,* communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese (MI), 27 gennaio 2012, dans ww.eni.com; *Emissione obbligazionaria a tasso fisso,* San Donato Milanese (MI), 20 juin 2012, dans ww.eni.com;
[451] *Eni avvia l'emissione di bond convertibili in azioni ordinarie di Snam S.p.A.*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese (MI), 15 janvier 2013, dans ww.eni.com; *Eni: emissione obbligazionaria a tasso fisso*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese (MI), 15 janvier 2013, dans ww.eni.com. Le premier joua pur 1,250 milliards, l'autre pour 3,7 miliards, avec des rentes comprise entre 4,25% le premier et 3,25% le second.

Tableau 10
Courbe du cours de la production d'hydrocarbures 2000-2013[452]



Une meilleure diversification des sources –conseillée par tous les théoriciens – aurait pu aider à réduire si non éviter cette baisse. S'il est vrai qu'ENI déclara que la situation n'était pas terrible et annonça avoir trouvé un gisement « géant » de gaz dans la Mer de Barents norvégienne,[453] suivi six mois après par un autre en Mozambique,[454] on ne peut pas éviter de rappeler qu'ENI lança un autre emprunt obligataire[455] aux épargnants italiens, qui eut un bon résultat.[456]

En revenant aux données, la première courbe à considérer est celle de la production, car sa variation et surtout la variation des stocks indiquent quand l'entreprise est capable d'assurer ses ventes.[457] La production ici est donnée en BOE, qu'on rappelle être l'acronyme dont la signification est « Barili d'olio equivalente » (Barils d'Huile Equivalent), et qui sert à mesurer d'une façon commune hydrocarbures, solides, liquides et gazeux.

On peut aisément voir que la courbe est toujours croissante jusqu'à 2005 et presque sans progrès de 2005 à 2011, quand on connut une forte baisse, due exclusivement à la guerre de l'OTAN en Libye, car, comme ENI le souligna dans le pré-bilan 2011, la production dans tous ses autres gisements du monde ne connait pas ni des interruptions ni des baisses.

On ne saurait faire moins que de penser à une comparaison avec la courbe de Ricardo de l'exploitation de la terre.

---

[452] Source : Bilans de l'ENI 1998-2013.

[453] *Importante scoperta di idrocarburi nel Mare di Barents norvegese*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 1er avril 2011, dans www.eni.com.

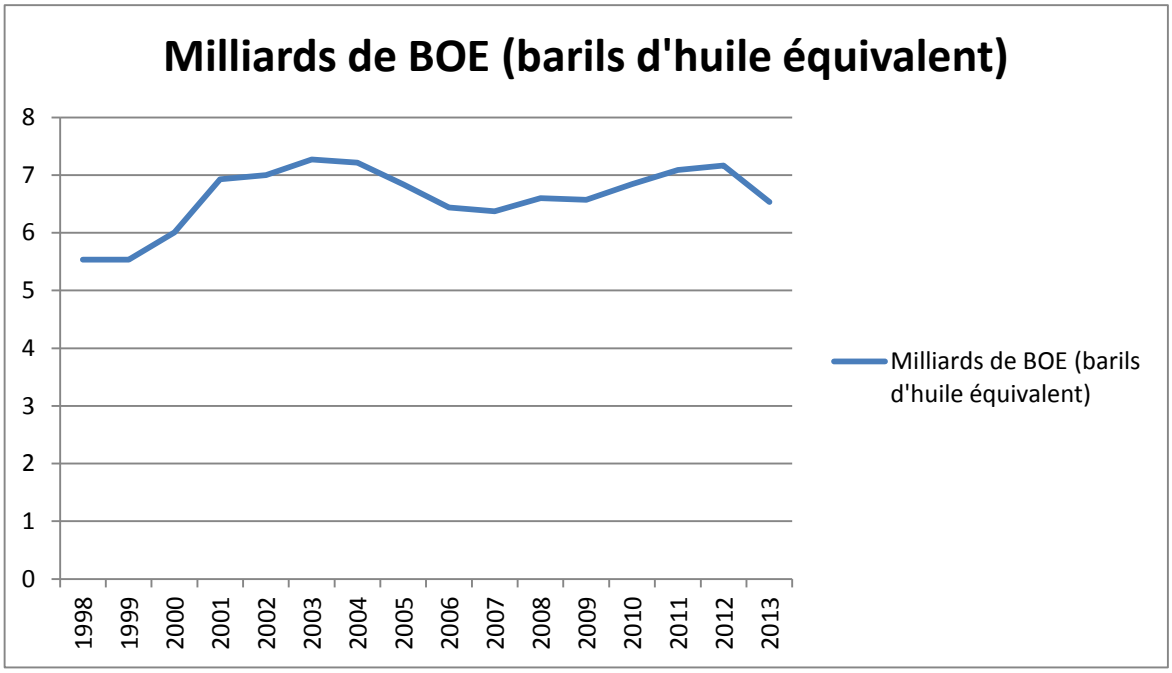
[454] *Eni annuncia la scoperta di un giacimento giant di gas naturale nell'offshore del Mozambico*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 20 octobre 2011, dans www.eni.com et *Eni aumenta del 50% la scoperta di gas di Mamba Sud in Mozambico*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 27 octobre 2011, dans www.eni.com

[455] *Al via i corporate bond Eni: nuova emissione dedicata ai risparmiatori italiani, communiqué officiel de l'ENI*, San Donato Milanese, 9 septembre 2011, dans www.eni.com.

[456] *Eni: chiusa con successo offerta bond dedicata ai risparmiatori italiani*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 7 octobre 2011, dans www.eni.com.

[457] PEYRARD J. – AVENEL, J.-D. – PEYRARD, M., *Analyse financière*, 9e édition, Paris, Librairie Vuibert, 2006, page 58, paragraphe 2.2.

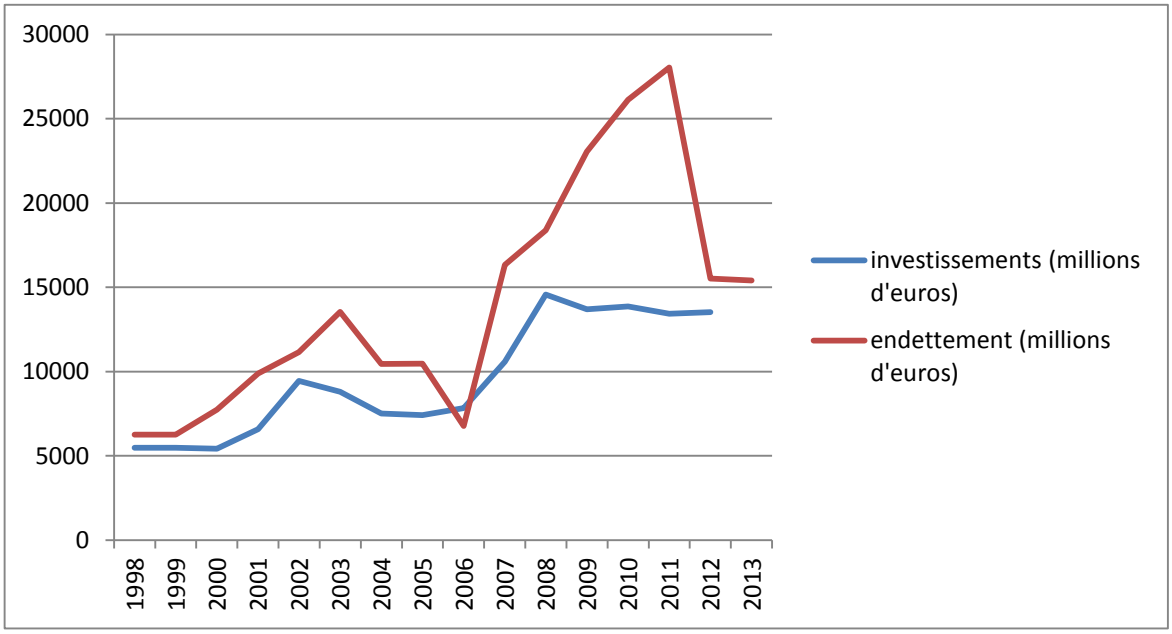
Tableau 11
Course des réserves certes 1998-2013[458]



En dépit des conséquences de la guerre en Libye, le cours des réserves, dans le tableau 13, qui avait baissé de 2003 à 2007 pour effacer la demande croissante sur le marché, continua d'augmenter. Il faut noter que, quand on parle des réserves dans le domaine énergétique, il ne s'agit pas seulement des réserves stockées, mais aussi de celles qui sont encore à extraire et qui sont déjà bien connues, car on connait la dimension d'un gisement et la durée de son exploitation en mettant sa dimension en rapport à la quantité de puits.
L'endettement augmenta d'une façon remarquable, comment on le voit dans la courbe suivante, toujours croissante dès 2006, mais la désagrégation des données – comme l'on fait en statistique – aurait donné des surprises.
On le vit en 2013 quand l'endettement eut une brusque baisse – près que 50% – grâce à la vente de SNAM et qui ENI dut faire cette année pour des questions liées à la concurrence : la propriété de SNAM était la propriété du réseau de distribution du gaz en Italie et ce n'était pas possible d'avoir production, vente et distribution dans les mêmes mains. Mais la perte de SNAM impliqua que tout l'endettement de SNAM, qui était fort, s'en alla avec et ce fut un avantage pour ENI.
Si on met en rapport les courbes de l'endettement et des investissements, surtout des investissements techniques, directement liés à la production, comme on le voit dans les deux courbes suivantes, il y a une correspondance seulement pendant la période 2006-2008.
Après on a une forte hausse avant la grande réduction de l'endettement en 2012, soit avec la vente de la compagnie portugaise Galp, soit surtout avec la cession de SNAM à la Caisse des dépôts et prêts, ce qui impliqua la disparition des 12,448 milliards d'endettement de SNAM et qui étaient une grande partie de l'endettement du groupe ENI.

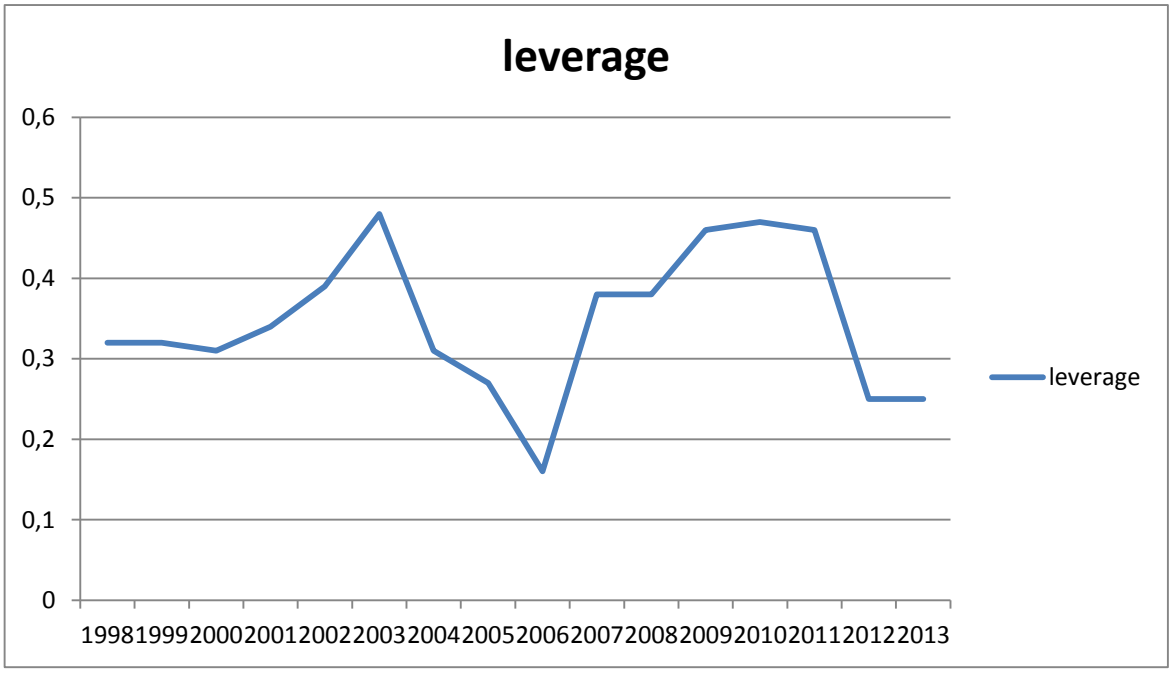
[458] Source : Bilans de l'ENI 2000-2012 et, à partir de 2009, les certifications des reserves faites par la societé De Golyer and MacNaughton, Dallas, Texas, faites normalemment en février de l'année suivante.

Tableau 12
Confrontation entre investissements techniques et endettement[459]



Donc, jusqu'à 2012, vu cet endettement croissant, on aurait dû se douter de la santé de l'entreprise, mais les indicateurs en réalité n'étaient pas mauvais, car soit le Leverage, le levier financier, soit le ROACE soit, enfin, la rentabilité actionnaire étaient tels qu'on peut les voir d'après les courbes suivantes, en commençant avec celle du levier financier.

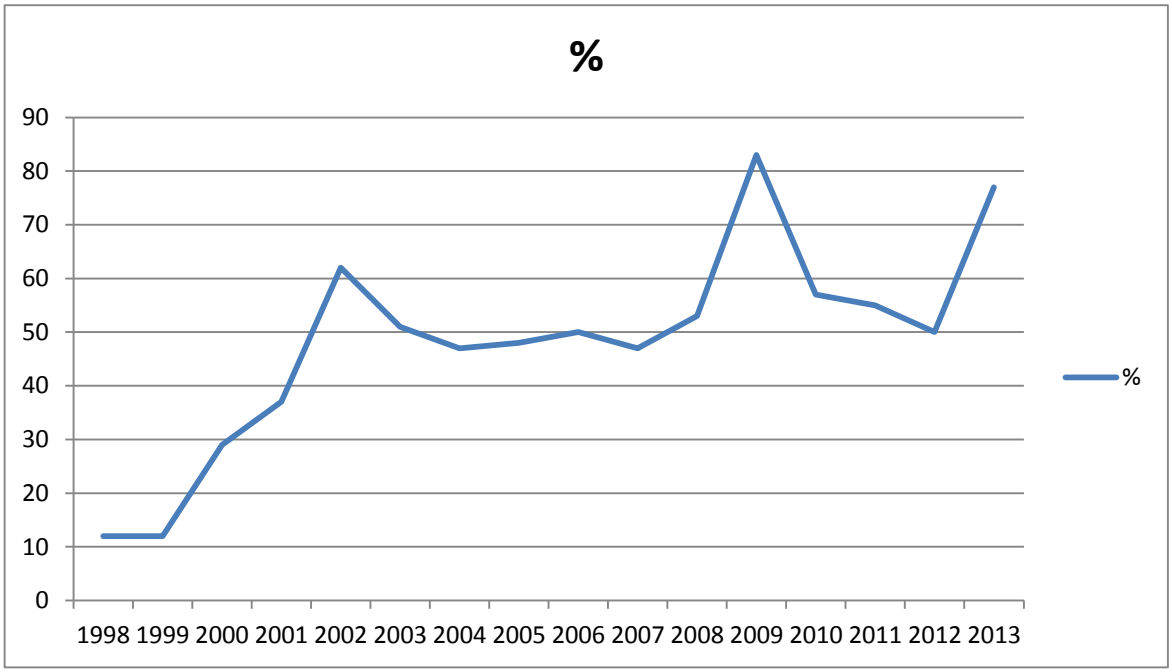
Tableau 13
Courbe du leverage (levier financier) 1998-2013[460]



[459] Source : Bilans de l'ENI 1998-2013.
[460] Source : Bilans de l'ENI 1998-2013.

Il faut rappeler que le levier financier indique une mauvaise situation quand il dépasse 2, qu'entre 1 et 2 l'entreprise est jugée en bonnes conditions et au dessous de 1 en très bonnes et solides conditions.

Tableau 14
Courbe du Pay out (%)[461]



Mais l'ENI n'atteignit jamais néanmoins 0,5, et s'arrêta à son niveau le plus haut – 0,48% – en 2003, suivi par 0,46, 0,47 et encore 0,46 en 2009, 2010 et 2011, donc bien au dessous de la limite qui indique des problèmes.
Et, quant aux dividendes, dans la même période, dès 2001 à 2010, les donnés numériques donnent la courbe du Payout.[462] La rentabilité du titre est bonne car la santé de l'entreprise, qui a connu des périodes meilleures, ne se trouve pas dans une mauvaise situation. En fait, le dividende de 2013 à 1,1 euros est cependant 6,07 fois plus élevé que le dividende payé en 1999, soit au lendemain de la privatisation et le pay ou de 2013 à 77t, bien qu'inférieur au maximum du 2009, vaut pourtant 6,41 fois celui du 1999.
Enfin, en regardant encore la courbe du pay out, on doit admettre que les résultats n'ont pas été mauvais, car l'ENI, après son maximum historique de 83% en 2009, a obtenu un 57% en 2010, tout en baissant à 50% en 2012, mais en haussant à 77 l'année suivante.
Ce résultat pouvait être considéré comme pas trop bon, mais il faut considérer qu'en dehors du marché pétrolier, des entreprises qui en 2012 s'étaient signalées avec un bon payout, (tel que Macdonald corporation – restaurants - avec 48,68%, ABT Laboratories - produits médicaux – au 58,78%, AT&T – télécommunications – avec 58,87%, KMB – produit de santé – avec 58,87% et Universal Corporation UVV – tabac – avec 31,93%,) étaient toutes restées bien au dessous des niveaux du marché pétrolier.
Quant au TSR,[463] ceux de l'ENI, en se limitant à deux ans entre les derniers, ont été de 13,7% en 2009 et de 2,2% en 2010.

[461] Source : Bilans de l'ENI 1998-2013.
[462] Source http://www.eni.com/it_IT/investor-relations/eni-borsa/dettaglio-azioni/dettaglio-azioni.shtml
[463] TSR est l'acronyme de « Total Shareholder Return » ou simplement de Retour Total, qui est une mesure de la performance des actions et biens de sociétés différentes pendant le temps. Il combine l'appréciation du cours de

Dans la même période, Shell en 2010 eut 17% et en 2011 17,1% ; et dans le monde, par exemple, les dix meilleures entreprises pétrolières en 2014 ont eu les résultats dans la colonne « % change from 2013 » du tableau suivant :[464]

Tableau 15
Résultats des 10 meilleures entreprises pétrolières en 2014

Rank oil	Company	Rank global	$ millions Revenues	% change from 2013	revenues 2013	Profits 2014
1	Shell	2	459.599,0	-4,6%	481759,9	16371(-38,4%)
2	Sinopec	3	457.201,0	6,8%	426111,3	8.932 (8,6%)
3	PetroChina	4	432.007,0	5,7%	407.382,6	18.504 (1,7%)
4	Exxon	5	407.666,0	-9,4%	449.962,4	32.580 (-27,4%)
5	BP	6	396.217,0	2%	388.292,6	23451 (102,5%)
6	TOTAL	11	227.882	-2,7%	234205,5	11.204 (-18,5%)
7	Chevron	12	220.356	-5,8%	233.923,5	21.423 (-18,2%)
8	Gazprom	17	165.016	7,5%	152.639,8	35.769 (-6,1%)
9	ENI	22	154.108	-8,2%	167873,6	6.850 (-31,6%)
10	Petrobras	28	141.462	-1,8%	144054,9	11.094 (0,5%)

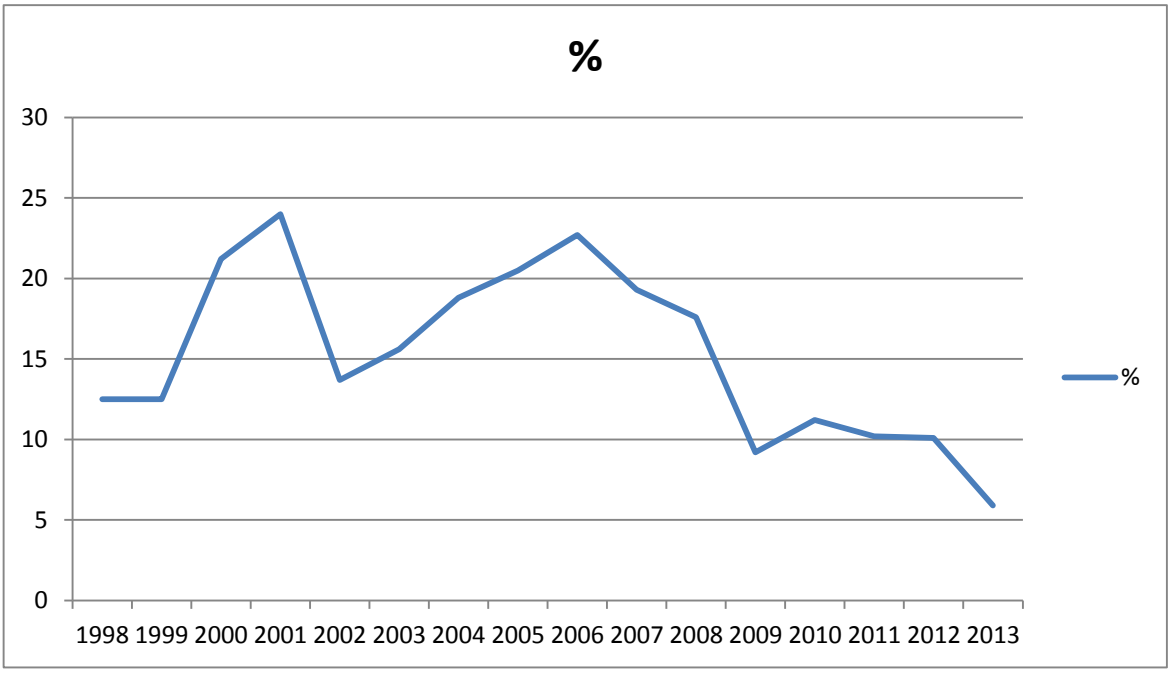
Donc il faut admettre que, dans le secteur pétrolier, les résultats de l'ENI, mesurés selon le paramètre sectoriel le plus commun, soit le TSR, n'ont pas été bons pendant la dernière année.
Quant au ROACE, il faut souligner qu'en 2010 l'ENI enregistra 10,7% et en 2011 10,2 %, quand Shell eut 11,5% en 2010 et 15,9% en 2011.

---

l'action et les dividendes versés à montrer le rendement total pour l'actionnaire et est exprimé en pourcentage annualisé. Il est calculé par la croissance du capital à partir de l'achat d'une part dans la société, en supposant que les dividendes sont réinvestis chaque fois qu'ils sont payés. Cette croissance est exprimée sous forme de pourcentage le taux de croissance annuel composé. Le principal avantage du TSR est qu'il permet de comparer le comportement des actions, même si une partie peut avoir une forte croissance et de faibles dividendes et d'autres peuvent avoir une croissance faible et des dividendes élevés. Sa formule est TSR = (Price*end* - Price*begin* + Dividends)/ Price*begin*, soit que le TSR est égal au rapport entre un numéro qui est le résultat de la différence entre le prix final et le prix initial du titre plus le dividende et un autre numéro qui est le prix initial. Dans la pratique le TSR est très facile à calculer à la fin de l'anné, quand le dividende est payé, car on a toutes données à disposition, mais il ne l'est pas avant de ce moument là, car il est nécessaire la connaissance de quel sera-t il le prix du titre quand le dividende sera payé.
Sa formule est TSR = (Price*end* - Price*begin* + Dividends)/ Price*begin.*

[464] Source, « Fortune », contrôlé le 30 mars 2012 sur le site web officiel http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2011/performers/companies/bestinv/5yr.html.

Tableau 16
Courbe du ROACE – (Rentabilité du capital investi)[465]



Selon les opinions de certains analystes rapportés par la presse, la vente de SNAM rete Gas aurait pu donner jusqu'à 50 milliards d'augmentation au titre ENI.[466] Selon d'autres, elle aurait donné à l'ENI 7 ou 8 milliards d'euros et la réduction de 10 autres milliards de son endettement. Si ENI pouvait ajouter la vente de sa participation dans la compagnie portugaise GALP, disait-on, aurait pu gagner encore 3 ou 4 milliards de euros.[467] La vente de Galp se passa en 2012[468] et à la fin de celle année l'ENI était parmi les principaux groupes pétroliers et gaziers européens et le 13ème groupe au monde, pour glisser au 22ème deux ans après.

Cette grande quantité de données et de tableaux donne une démonstration synthétique de comment a été la gestion, car, comme nous avons dit au commencement de ce chapitre, c'est à travers les données numériques et les courbes, au-delà de quelque se soit discours, qu'on voit si la gestion d'un entreprise est bonne ou non, si la gouvernance a eu du succès ou non.[469]

Pour l'ENI les courbes donnent un coup d'œil très clair et, si nous appliquons à l'ENI les résultats de Gompers et de ses collègues quand ils disent : « *Nous constatons que la gouvernance d'entreprise est fortement corrélé avec le rendement des actions pendant les années 1990*»[470] les courbes des tableaux 22 et 24 relatives aux rendements des actions devraient – elles seules – nous donner la vision de la gouvernance de l'ENI durant la période prise en considération.

En effet les autres courbes aussi disent toujours la même histoire : on a un période de croissance pendant les années jusqu'à 2008, mais avec des interruptions, qui démontrent clairement la présence de problèmes. En 2009 on a une chute brusque et fort marquée, suivie par une lente

[465] Source : Bilans de l'ENI 1998-2013.
[466] PILATI, « L'Eni è caduta nel pozzo », cit., ivi.
[467] MUCCHETTI, M., "Eni alla campagna di Russia. I contratti (a ostacoli) del gas", dans "Corriere della sera", de 27 mars 2011.
[468] *ENI: firmato accordo per la vendita del 5% di Galp Energia ad Amorim energia e uscita dal patto parasociale*, (*ENI: signé accord pour la vente de 5% de Galp Energia à Amorim energia et sortie du pacte parasocial*) communiqué officiel de l'ENI, 27 mars 2012.
[469] VERNIMMEN, P. – QUIRY, P. - DALLOCCHIO, M. - LE FUR, Y. - SALVI, A., op. cit., ivi.
[470] GOMPERS, Paul A. – ISHII, Joy L. – METRICK, Andrew, op. cit., page 116.

hausse qui pendant les années suivantes n'est pas capable d'arriver au bénéfice de 2008. Il est à penser que la croissance avant 2008 a été plus rapide de l'adaptation de l'organisation du groupe aux nouvelles nécessités et que la planification d'emploi des ressources a elle aussi ressenti de quelques problèmes.
Les crises donnent des baisses, mais si ensuite est difficile d'en sortir et de retourner au niveau d'avant la crise il faut penser que le problème était organisationnel et de gestion plus que financier et économique. Une confirmation nous est donnée par deux choses : la brusque hausse de l'endettement à partir de 2009 et la question de l'endettement de SNAM. La brusque hausse de l'endettement commença quand l'administrateur délégué M. Scaroni eut besoin de grandes quantités d'argent pour acheter des compagnies, puits et gisements un peu partout dans le monde. Il prit cette décision car de but il comprit que les réserves de l'ENI, en train de s'épuiser, étaient proches au point de non retour. Il s'agissait d'une erreur fait par son prédécesseur M. Mincato, mais la décision d'acheter des ressources minières est une des décisions clé dans le monde des entreprises du pétrole et des hydrocarbures, il s'agit de la survivance de l'entreprise ; on pourrait dire qu'est la décision par excellence dans la gestion de l'entreprise et, dans ce cas, le choix de M. Scaroni – qui durant les cinq ans suivants aboutit à des bons résultats – souligne implicitement que la gestion précédente aurait pu être meilleure, plus prévoyante, avec des programmes mieux faits.
La question de SNAM est un autre exemple. On a vu clairement à travers les courbes qu'à peine elle fut vendue l'endettement du groupe ENI baissa près que en vertical de 50%, donc SNAM était une forte passivité pour le groupe et la chose meilleur à faire était de la vendre. Cela avait été dit par la presse spécialisée et par bien d'observateurs et personne fut surpris quand la vente donna les résultats attendus en termes d'amélioration de la disponibilité d'argent et de baisse de la dette ; mais, s'il était évident que conserver SNAM n'était une bonne idée, pourquoi fut-elle tenue ? Ceci est un autre cas de gestion qui pouvait être faite mieux et l'importance de la vente - et par contre l'importance du mauvais choix de conserver SNAM – sont clairement montrées par le tableau 18. Si la vente de SNAM en 2012 baisse la dette jusqu'au niveau de 2006, soit : si la vente de SNAM a cancellé six ans d'endettement continuel et croissant, pourquoi ne l'a-t on vendue avant ? Comment est-il possible que la gestion, en ayant les tableaux devant ses yeux, an par an, a attendu si longtemps pour vendre une entreprise qui produisait passif ? Ici nous avons une autre problème de gestion, qui pourrait sembler, mieux, que d'habitude dans une entreprise normale est, faute de l'administrateur délégué et de la gestion qu'il a fait d'accord avec le conseil d'administration, mais, pour le moment, il sera mieux d'enregistrer cet erreur de gestion et d'attendre encore un peu avant d'essayer donner une réponse ; et ce sera utile d'examiner quelle a été la stratégie de l'ENI pendant la même période pour voir si on trouve quelque autre information utile à la compréhension de comment a été faite la gestion du groupe.

Chapitre 5

La nouvelle gouvernance de l'ENI après la privatisation et sa stratégie

en poursuivant le récit des conséquences de la réorganisation de la gouvernance de l'ENI et ses performances à travers les données numériques, on s'occupe de la baisse des coûts, de l'efficience et de l'emploi des ressources financières pendant la période 2002-2013 et, dans le deuxième paragraphe, d'un aspect très important de l'activité du groupe, celui de la production, la distribution et la vente de l'énergie d'origine gazière, un aspect qui a donné des surprises, car il semble être géré d'une façon moins entrepreneuriale qu'on pourrait le penser.

5.1 La baisse des coûts, l'efficience et l'emploi des ressources financières : 2002-2013

Les plans stratégiques de l'ENI de 2001 à 2013, indiquent que l'action du groupe se développa le long des axes différents : le meilleur emploi des ressources financières et l'activité de recherche, extraction et vente des hydrocarbures.

En examinant la longue période de 2001 à 2012, on remarque un manque de continuité. ENI passa à travers des périodes de croissance et de crise, et ne semblait pas capable de dépasser le niveau de bénéfices de 10 milliards d'euros.

Nous avons vu les données et on tirera des conclusions, mais on ne peut pas éviter de penser que le contrôle de l'Etat d'environ 40% des actions puisse avoir joué un grand rôle. Dans la période de 2005 à 2007 il y aurait eu le temps pour des investissements, mais ils ne furent faits que quand on eut une crise en 2008. En pensant que l'Etat italien et surtout les politiciens italiens ont toujours eu une vision de court terme, il est à se poser la question si ce manque d'investissements avant la crise n'a pas été la conséquence d'une vision telle à préférer l'œuf aujourd'hui plutôt que la poule demain, en risquant de perdre la poule et les œufs et, surtout, combien le contrôle de l'actionnaire majeur a-t il borné l'action de l'administrateur délégué à travers le conseil d'administration, ou, pire combien le contrôle de l'actionnaire majeur a-t il borné l'action du groupe en mettant a sa tête un administrateur délégué expert, mais en effet choisi directement par l'Etat. En effet, après la privatisation, le conseil d'administration de l'ENI a toujours été composé par une majorité de quatre de ses sept membres choisis par l'actionnaire de majorité, soit par l'Etat Italien.[471] Ce conseil, en vérité, semble avoir fait de son mieux, au moins jusqu'à 2007. Par exemple dès 2002 on eut un bon programme de réduction des coûts, qui s'éleva à environ 500 millions d'euros ; et l'année suivante on annonça l'intention de les réduire de 3,4 milliards d'euros en 2006.[472] En 2005 le total de réduction des coûts arriva à 2,8 milliards d'euros[473] et en 2006 pour la première fois on parla de trésorerie, en disant que la priorité de l'ENI

[471] Il suffit contrôler la liste et les CV sur la page http://www.eni.com/it_IT/governance/corporate-governance.shtml?home_2010_it_tab=navigation_menu en cliquant sur « Componenti cdA » pour voir chaque CV, précedé par lexplicaiton « Consigliere eletto dalla lista presentata dal Ministero dell'economia e delle finanze, azionista di maggioranza relativa della Società (Conseiller élu de la liste présentée par le Ministère de l'économie et des finances, actionnaire de majorité rélative de la Société)**» ou «**Consigliere eletto dalla lista presentata da Investitori Istituzionali italiani ed esteri (Conseiller élu de la liste présentée par les investisseurs institutionnels italiens et étrangers)»

[472] *Eni: l'Amministratore Delegato Vittorio Mincato, presenta Piano Strategico 2004-2007 e i risultati del preconsuntivo 2003 alla comunità finanziaria a Londra. Il Road Show continuerà nelle maggiori piazze finanziarie europee e statunitensi*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 27 février 2004, www.eni.com.

[473] *L'Amministratore Delegato dell'Eni Vittorio Mincato presenta a Londra il Piano Strategico 2005-2008*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 1er mars 2005, www.eni.com.

était d'investir dans des projets à haut rendement pour soutenir la croissance à long terme de l'activité principale.
Cela re-entre bien dans les premiers deux des six théories de l'entreprise qu'on a vu dans le premier chapitre de cette troisième partie, soit la théorie de la maximisation du profit, car la réduction des coûts est un des moyens pour maximiser le profit ;[474] et, par conséquent, la théorie de la survie de l'entreprise, car elle dit que l'objectif des entrepreneurs est d'assurer la continuité de l'entreprise, en cherchant le profit en tant que moyen de renforcer la structure patrimoniale de l'entreprise en refusant les activités de gestion qui peuvent être dangereuses pour la vie de l'organisation.
Mais, après une longue hausse de la production, en 2006 ENI évita de communiquer son niveau de production journalière, qui se montait à 1.770.000 barils par jour,[475] soit 30.000 moins de ce qu'en 2003 on avait « pensé » et annoncé pouvoir atteindre en 2006. Officiellement on déclara vouloir se concentrer sur la position forte qu'ENI avait dans certains des pays ayant les taux de croissance les plus élevés dans la production de pétrole et de gaz, pour réaliser une forte croissance, visant à dépasser en 2009 une production de 2 millions de barils d'huile équivalent par jour, avec un taux de croissance annuel moyen de 4% par rapport à 2005.[476]
On parla encore une fois d'investissements : 35,2 milliards d'euros dans les quatre ans de 2006 à 2009[477] et, en 2007, 44,6 milliards d'euros de 2007 à 2010, avec une augmentation de 20% par rapport au plan précédent, accompagné par une réduction de coûts d'environ 1 milliard d'euros en 2010.[478]
La racine du mal était surtout dans les contrats « take or pay » de longue durée qu'ENI avait faits dans le passé pour l'achat de gaz. Personne ne savait combien ils coûtaient au groupe et seulement en octobre 2012 l'administrateur délégué Scaroni[479] aurait admis que le coût avait été de 1,5 milliards d'euros durant les trois derniers années.
Une autre grande quantité d'argent s'en allait pour payer les rentes aux actionnaires, y compris l'actionnaire majeur, l'Etat italien, qui dans sa mauvaise situation de bilan voulait gagner des rentes de plus en plus élevés. Enfin : on avait le problème d'un progressif épuisement des réserves et il était nécessaire de trouver des nouveaux gisements, mais cela voulait dire des grands investissements, donc la nécessité de trouver encore de l'argent.
Nous ne pouvons pas éviter ici de noter une contradiction.
Nous avons parlé de la valeur actionnariale et partenariale. Mais dans cette situation de l'ENI, il semble que le groupe dans cette période de 2008 à 2012 inclus ne s'était pas trouvé ni dans l'un ni en l'autre de ces deux cas. Les bénéfices étaient baisse, le prix par action baissa de 25 euros de 2006 à 16 euros de 2009 et plus ou moins y resta durant les années suivantes, le pay out baissa de 83% de 2009 à 50% de 2012, la rentabilité du capital investi – le ROACE – baissa de 22 en 2006 à 9 en 2010, en se plaçant à peu plus que 10 dans les années suivantes : on ne peut pas parler de

[474] Sciarelli, opus cité, chapitre 11.
[475] Cfr. ENI, *Bilancio 2006, redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2007.
[476] *Eni: piano strategico e obiettivi 2006-2009,* cité.
[477] *Eni: piano strategico e obiettivi 2006-2009,* communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 1er mars 2006, www.eni.com.
[478] ENI, *Bilancio 2007, redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, Roma, Mari Group, 2008.
[479] Né en 1946 à Vicenza, après son degré en économie à Milan en 1969 Paolo Scaroni commença à travailler dans Chevron et, après trois ans, il obtint un master aux Etats Unis et passa ensuite chez McKinsey, qu'il quitta en 1973 pour Saint-Gobain, où il devint le directeur de la division vitre à Paris.
Vice-président et administrateur délégué de la Techint de 1985 à 1996, en 1996 il passa en Grande Bretagne comme administrateur délégué de Pilkington. En 2002 Berlusconi le nomma administrateur délégué d'ENEL, qu'il réorganisa assez bien. En 2005 il quitta ENEL pour devenir administrateur délégué de l'ENI, ce qu'il l'est maintenant.

« création de valeur pour l'actionnaire » ; en plus, avec l'abandon du système de donner aux dirigeants une certaine quantité d'actions, tel que se passa à partir de 2008, les intérêts des dirigeants n'eurent plus aucune raison pour s'aligner sur ceux des actionnaires et des investisseurs ; donc on n'est pas dans le cas de la valeur actionnariale.
Mais peut on alors parler de cas de la « Valeur partenariale » ? Est-ce que on a de la « création de valeur pour les partenaires dans leur ensemble » ? Peut être, mais si l'entreprise ne marchait pas bien, on a des difficultés à soutenir cette thèse.
Il reste le fait que, dans cette situation ENI avait bien peu à faire sauf chercher des nouveaux marchés et, pendant l'attente, de chercher à épargner autant qu'on pouvait en optimisant les ressources internes, soit car c'est toujours une bonne politique d'entreprise, soit pour donner à l'extérieur une impression d'attention, soin et bonne administration et soit pour donner de la confiance aux investisseurs, vu qu'en novembre 2007 le groupe mit pour la première fois sur le marché un emprunt obligataire à 10 ans avec un intérêt de 4,75%,[480] après avoir déclaré que le groupe aurait assuré des rendements élevés aux actionnaires par le biais d'un important flux de dividendes durable et par l'utilisation du programme de rachat en cours, afin d'accroître la rentabilité pour les actionnaires.
Les plans de 2008 à suivre prévoyaient des investissements : de 49,8 milliards d'euros, avec une augmentation de 15% par rapport au plan précédent ; de 48,8 milliards d'euros sur la période 2009-2012 ; de 52,8 milliards d'euros sur la période 2010-2013, avec une augmentation de 8% par rapport au plan 2009-2012[481] et de 59,6 milliards d'euros pour les années de 2012 à 2015, avec une augmentation de 6,6% par rapport au plan précédent.
L'argent devait venir de la réduction des coûts de 2,4 milliards d'euros avant 2013, en augmentant de 20% l'objectif d'épargne établi par le plan précédent, grâce à l'optimisation de l'approvisionnement, à la rationalisation de la logistique et du raffinage et vente et à une plus grande efficacité de main-d'œuvre.[482]
Dans la même période on eut bien d'autres problèmes dans les domaines de la recherche et de l'extraction des hydrocarbures, à dépit des prévisions. [483]
Seulement en 2012, ENI confirma un taux de croissance annuel moyen de plus de 3% dans la période 2012-2015,[484] mais la production était de 1.701.000 barils par jour et selon les données des premiers six mois de 2013 elle avait baissé à 1.624.000 barils par jour.[485]
Le raffinage et la vente furent une autre source de problèmes et de pertes.
Le raffinage était tellement déficitaire qu'ENI projeta beaucoup de l'améliorer avec l'objectif d'atteindre un actif en 2012 et une réduction des coûts fixes et variables de 200 millions d'euros en 2014. Sans aller contrôler dans les détails des rapports financiers, cela était une claire reconnaissance que le secteur ne donnait aucun bénéfice.
La raison de ces discours et du peu de débats sur la vente était simple. La demande de produits pétroliers était stable ou en déclin en raison de la surcapacité persistante de raffinage dans le monde et particulièrement dans le bassin méditerranéen. C'était bien moins cher de déplacer les usines de raffinage au Moyen Orient ou à l'Asie orientale et à l'Afrique que de les laisser en

[480] *Lanciato con successo Bond a tasso fisso*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 7 novembre 2007, dans www.eni.com et *Eni: emissione obbligazionaria*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 7 novembre 2007, dans www.eni.com .
[481] *Eni annuncia Piano Strategico 2010-2013*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 12 mars 2010, dans www.eni.com
[482] *Eni annuncia Piano Strategico 2011-2014*, cité.
[483] *Eni annuncia Piano Strategico e target 2007-2010*, cité.
[484] *Eni annuncia il Piano Strategico 2012-2015*, cité.
[485] *Eni annuncia i risultati del secondo trimestre e del primo semestre 2013*, communiqué offciel de l'ENI, San Donato Milanese, 1er août 2013, dans www.eni.com

Europe, mais ENI ne le pouvait pas faire, car son actionnaire principal, l'Etat italien, ne l'aurait pas permis en en craignant les conséquences sociales et politiques ; et l'Etat italien était l'actionnaire les plus important et tout le conseil d'administration de l'ENI était composé par des membres choisis par l'Etat lui-même. On ne pouvait que chercher à baisser les pertes à travers la rationalisation et les nouvelles technologies : on ferma l'usine de Gela, en Sicile, afin de le modifier de raffinage traditionnel en usine pour les nouvelles technologies, soit les celles qui donnent de l'énergie en exploitant le soleil, le vent, l'eau, ou l'obtenant à travers le traitement chimique de certains plantes.[486]

La vente des produits pétrolier et surtout de l'essence, au moins en Italie, fut un problème croissant et avec peu de solution, car on sait que le marché italien des hydrocarbures pour les véhicules – essence et gazole – est rendu cher à cause d'une grande quantité de taxes (tableau B en annexe).

En effet cette situation était bonne pour toutes les compagnies et pour l'Etat italien aussi, car il y gagnait deux fois : une première fois à travers les taxes – TVA et d'autres, y compris celle encore en vigueur pour les dépenses pour la guerre d'Ethiopie de 1935-36 – et une seconde à travers les profits de l'ENI et obtenue à travers la rente qu'il avait en tant qu'actionnaire du même groupe ENI. Cela est à rappeler lorsqu'on parlera des réels résultats de la privatisation de l'ENI.

Quant aux usines, on peut observer que les prévisions relatives à l'optimisation des coûts et des ressources furent toujours correctes et donnaient des résultats plus élevés de 20 à 25%.

Vu que les prévisions avaient été toujours fiables et correctes à propos des questions internes et souvent trompeuses à propos de la production gazière et pétrolière, il est naturel de se poser la question si ces dernières erreurs étaient dues aux imprévus de l'activité pétrolière – les ouragans, la guerre de Libye, les nouvelles taxes, l'imposition de la révision des conditions contractuelles au Kazakhstan – ou à un désir du groupe de conserver la confiance du marché, ou, enfin, à un mélange des deux.

5.2 La production, la distribution et la vente de l'énergie d'origine gazière

Dans son ensemble le secteur pétrolier ne donnait pas de grands soucis, sauf ceux liés à l'extraction. Tout au contraire, l'activité liée au gaz en donnait beaucoup.

Comment on se rappellera, on 2002 ENI avait décidé de se consacrer aux « Energies Nouvelles » et l'administrateur délégué Vittorio Mincato annonça une forte croissance des ventes de gaz à l'étranger, qui à la fin de 2002 s'élevaient à environ 20 milliards de mètres cubes par an face à 12 milliards en 2001.[487]

ENI avait aussi décidé de s'engager dans la production d'électricité en Italie, pour exploiter les ressources de la production de l'huile et le surplus de gaz ; mais on avait un problème qui commençait à se présenter et qui était dû aux contrats « take or pay » faits sur le marché russe.

Ce développement était nécessaire car, comme l'on disait dans le rapport annuel, à partir de 2003 on aurait eu la libéralisation du marché gazier en Italie et ENI était sure de perdre sa position dominante, qui, en effet, baissa de 100% à 46% du marché italien pendant les huit années suivantes.[488] Le groupe avait décidé deux choses : s'engager de plus en plus dans la production d'électricité et s'assurer une certaine tranquillité pour la quantité et le prix du gaz dans le futur, en

---

[486] *Eni: Progetto di ristrutturazione e rilancio della raffineria di Gela*, communiqué officiel de l'ENI, Rome, 9 juillet 2013, dans www.eni.com.

[487] *Eni: presentato il Piano Strategico alla comunità finanziaria*, de 15 janvier 2002, cité.

[488] Selon la *Relazione dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas sullo stato dei mercati dell'energia elettrica e del gas naturale e sullo stato di utilizzo ed integrazione degli impianti alimentati da fonti rinnovabili,* Roma, 1er mars 2012**,** en 2011 Eni avait 46%, Edison 16%, Enel 12% et Gaz de France était la dernière avec 5%,
cfr. http://www.autorita.energia.it/allegati/docs/12/056-12.pdf.

signant des contrats « take or pay ». Mais bientôt ce type de contrats se révéla néfaste. On dut admettre dans le rapport de cette année :

> « *Pour répondre à la demande de gaz naturel dans le moyen et long termes, en particulier par le marché italien, l'ENI a signé avec les principaux pays producteurs des contrats achat à long terme avec une durée moyenne d'environ 17 ans. Les contrats contiennent des clauses « take or pay » et assureront à partir de 2008 environ 67,3 milliards de mètres cubes/an de gaz naturel...*
> *[…]*
> *En 2003, les retraits de gaz faits par ENI étaient, dans l'ensemble, inférieurs aux obligations minimales de retrait. L'ENI va donc payer un montant d'environ € 6.000.000 qui lui donne le droit, exerçable dans 10 ans, d'exploiter 540 millions de mètres cubes de gaz naturel, sous réserve de paiement de la partie restante du prix et une fois qu'on a saisi un minimum d'achat requis année par année. Maintenant on s'attend à récupérer ce qu'on a payé déjà en 2004*. »[489]

Mais le vrai problème fut qu'on ne précisa pas le prix d'un mètre cube de gaz dans ces contrats. En décembre 2012, Andrea Greco, analyste financier du journal « La Repubblica », pendant une entretien à la télévision italienne pouvait dire : « *Les contrats de fourniture du gaz avec les Russes sont un des secrets industriels les mieux gardés au monde* ».[490] Personne put comprendre l'influence négative de ce système du « take or pay » sur les bilans de l'ENI jusqu'à ce que l'administrateur délégué de l'ENI, Scaroni, pendant une audition au Sénat en octobre 2012 admit que : « …*le take or pay, la clause par laquelle on livre le gaz, mais si on ne le prend pas on le paye également, coûte à l'ENI 1,5 milliard d'euros* »[491] dans les derniers trois années ; et ce fut seulement en 2013 que Scaroni put annoncer la re-négociation de ces contrats avec la Russie et l'Algérie.[492]
On parla d'une croissance annuelle moyenne de 10% à plus de 105 milliards de mètres cubes de volume des ventes en 2010, dont 50 milliards de mètres cubes à vendre en Italie ;[493] ensuite, en 2008, on prévoit d'atteindre 110 milliards de mètres cubes de ventes totales en 2011, avec une hausse de 9% ; ce que fut suivi par l'annonce d'un taux annuel moyen de 7%, grâce à la contribution de Distrigaz, pour atteindre 124 milliards de mètres cubes de ventes en 2012.[494] Mais

[489] ENI, *Bilancio 2003 redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, Roma Ugo Quintily SpA, 2004, page 33.
[490] GRECO, A., dans MONDANI – FORNONI, MONDANI, Paolo – FORNONI, Giorgio, "Report: Indagine di Report sugli affari dell'Eni", transmis par Rai3, Rome, 16 décembre 2012, dans http://www.report.rai.it/dl/Report/puntata/ContentItem-559554ac-2703-4fa1-b41d-e3a6fb6a01a0.html, page 14 de la transcription.
[491] MONDANI, P., dans MONDANI – FORNONI, opus cité, ivi; et *Audizione al Senato della Repubblica di Paolo Scaroni, Amministratore Delegato Eni su: Strategia Energetica Nazionale*, Roma 10 ottobre 2012, Roma ENI, 2012, page 6. M. Scaroni démontra qu'en 2009 l'anticipation avait été de 300 millions d'euros, en 2010 de 1 milliard et en 2011 de100 millions, donnant lieu à un bénéfice opérationnel ajusté décroissant, respectivement de 1,7 milliard en 2009, 700 millons en 2010 et à – 600 millions en 2011. il ne dit rien à propos de ce que s'était passé pendant les années précedentes.
[492] *Eni: raggiunto accordo con Sonatrach su contratto gas*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 28 mai 2013, www.eni.com; *Eni: raggiunto accordo con Gazprom su prezzi forniture gas 2013*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 21 juin 2013, www.eni.com.
[493] *Eni annuncia Piano Strategico e target 2007-2010*, cité.
[494] *Eni annuncia Piano Strategico e Target 2009-2012*, cité.

en 2010 on prévoit seulement 118 milliards de mètres cubes de ventes en 2013, avec un quota du marché européen de 22%.
La situation changea vraiment quand en 2012 Scaroni put annoncer qu'on alla à la ré-négociation des contrats « take or pay » avec les fournisseurs clés, la Sonatrach algérienne et la Gazprom russe. À cela il ajouta la nouvelle d'une amélioration des coûts d'approvisionnement et leur flexibilité contractuelle.
La perspective à ce moment là n'était pas bonne sur le marché européen du gaz à court terme et le prix du gaz spot[495] était prévu rester lié à celui du pétrole, entraînant une poursuite de les pressions concurrentielles sur le marché.
Encore une fois, on se retrouve ici devant des choix qu'on pourrait regarder comme absurdes et, surtout, marquées de peu de transparence, transparence qui devrait être un des principes de base de la réglementation surtout dans un cas de Valeur actionnariale. Mais nous n'avons aucune nouvelle de protestations par les actionnaires et, surtout, par l'actionnaire principal. De plus, vu que dans celle période on avait un fort rapprochement du gouvernement italien avec la Russie, il ne serait pas surprenant que l'action entrepreneuriale de l'ENI ait été soumise par son actionnaire de majorité – l'Etat – à travers ses membres dans le conseil d'administration et l'administrateur délégué, lui aussi choisi par l'Etat et en effet placé là par le président du conseil, à des autres intérêts italiens, notamment de politique étrangère.
Reprenons Charreaux, qui, dans son *Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires*, après voir parlé « *du conseil d'administration comme lieu de confrontation entre actionnaires et dirigeants* » fit une analyse « *à partir de deux axes, le pouvoir des dirigeants sur le conseil et l'activité du conseil, évaluée en fonction de l'implication du conseil dans la définition de la stratégie*»[496] et dit : «

> *Un quart des conseils d'administration français définissent les objectifs stratégiques à long et moyen termes alors que près de la moitié se contente de les approuver. Ces pourcentages tombent respectivement à 2% et 47% pour les objectifs à court terme. Trois conclusions peuvent être tirées. Premièrement, ce résultat confirme que le rôle décisionnel du conseil d'administration reste très limité. Deuxièmement, les préoccupations du conseil d'administration en matière d'objectifs apparaissent beaucoup plus orientées sur le long terme que sur le court terme, où le conseil n'intervient quasiment jamais dans la définition des objectifs. Troisièmement, l'intervention majoritaire des conseils à ce niveau fondamental, que ce soit sous forme d'aide à la définition ou d'approbation, démontre le rôle important joué par les conseils. La meilleure façon de préserver les intérêts des actionnaires n'est-elle pas d'intervenir au niveau de l'élaboration même de la stratégie?*»[497]

Par conséquent le conseil d'administration, en tant que lieu de confrontation, devrait influencer les décisions des administrateurs en faisant entendre la voix des actionnaires ; attention « influencer », pas « déterminer ». Les données utilisées par Charreaux et Pitol-Belin ont été françaises et les deux auteurs ont clairement parlé d'entreprises françaises – leur échantillon étant fait de 96 entreprises françaises – mais ça ne nous empêche pas d'appliquer leurs conclusions en

[495] C'est le nom qu'on donne au prix de marché au moment de la négociation et conclusion du contrat.
[496] CHARREAUX, Gérard – PITOL-BELIN, Jean Pierre, *Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires*, Dijon, IAE, 1991, page 1.
[497] CHARREAUX – PITOL-BELIN, op. cit., pages 13 et 14.

ligne générale à la situation italienne, qui est assez proche à celle française et accepter que « *le rôle décisionnel du conseil d'administration reste très limité*. » Et, s'il est vrai que « *La meilleure façon de préserver les intérêts des actionnaires n'est-elle pas d'intervenir au niveau de l'élaboration même de la stratégie?*», il faut se poser la question : combien a-t il joué le poids de l'actionnaire plus fort dans l'élaboration de la stratégie ? Et, si cette stratégie ne semblait pas avoir des bons résultats dans le court terme, était-il suffisant à la justifier l'espoir – comme il fut publié – d'un redressement progressif, lié à une croissance de la demande à moyen et long terme, à son tour liée à la reprise économique et à la hausse de la consommation de gaz pour le carburant, unie à une baisse structurelle de l'offre ? Espoir compliqué, avec trop de variables pour pouvoir se changer en réalité.

Le problème du gaz était bien plus compliqué de ce qu'on disait dans les plans stratégiques.

Encore, comment peut on concilier les contrats du gaz – comme nous le verrons infra – avec la théorie de la survie de l'entreprise ? Si, sur la base de cette théorie, un des objectif des entrepreneurs est de refuser les activités de gestion qui peuvent être dangereuses pour la vie de l'organisation, pourquoi a-t on continué en cette direction une fois compris l'erreur ?

Personne ne l'a expliqué officiellement et on peut faire seulement des suppositions. Mais il faut se rappeler qu'on parle d'une entreprise qui a plus que 30% de ses actions dans les mains de l'Etat, et qui est soumise à la contrainte que personne, sauf l'Etat, peut avoir plus que 3% de son capital – donc ENI est une entreprise où il n'est pas possible que les actionnaires s'organisent pour s'opposer d'une façon réelle à la prépondérance de l'Etat – et que, en cas de possible danger aux intérêts de l'Etat, le ministre de l'Economie peut exercer son droit de veto. On en a assez pour penser que soit les administrateurs soit la stratégie du group ont été fortement bornés et dirigés par l'actionnaire le plus important.

Chapitre 6

La comparaison avec d'autres entreprises pétrolières

Tout discours sur l'ENI a peu de validité sans une comparaison du groupe avec son environnement, soit avec les autres entreprises pétrolières. Mais, après avoir fait une première comparaison, on constate que les performances de l'ENI ne sont pas aussi bonnes que celles des autres entreprises du même secteur. Alors il est nécessaire, en se rappelant des limites dues à la présence de l'Etat dans le capital, de faire une comparaison avec une entreprise comparable ; et la seule, comme déjà se passa au moment de l'évaluation de prix de l'ENI quand il fut privatisé, est Total. Donc on présente des données sur Total et on passe à la comparaison, mais encore une fois on a une surprise, car le taux de croissance de Total est bien plus élevé de celui de l'ENI et ses résultats sont clairement meilleurs. Il faut se demander pourquoi et proposer une réponse dans le chapitre suivant et, surtout, dans la conclusion, ce septième chapitre est lui aussi une exposition de données sur lesquelles il faut réfléchir pour tirer une conclusion et répondre à la question qui est le titre de cette dissertation

6.1 Problèmes de méthode

Toutes les données exposées jusqu'ici à propos de l'ENI sont complètes, mais sans une signification réelle si elles ne sont pas comparées à celles d'autres entreprises du même secteur. On peut faire des comparaisons en prenant les séries des valeurs publiées par les compagnies elles-mêmes dans leurs bilans.[498] [499]

Le marché pétrolier n'est pas uniforme. On a des entreprises tout à fait privées, telles que Chevron ou Exxon, des entreprises de propriété publique à 100%, telles que China International, et des autres à capital mixte, avec une importante présence de l'Etat, tel que Total et, bien entendu, ENI lui-même.

Cela peut avoir de l'influence soit sur la gestion, soit, surtout, sur la répartition des profits, car dans une situation telle que celle de China International, on travaille dans un régime de monopole, on n'a pas de problèmes de satisfaction des actionnaires ou de négociation avec les travailleurs ; cela donne une forte réduction des dépenses et, en conséquence, un hausse des profits à parité de chiffre d'affaires face à une entreprise privée d'un pays occidental.

Cela peut expliquer en partie la brusque et rapide hausse des résultats des compagnies chinoises, qui sont tout à fait hors de comparaison face à ceux des autres compagnies, la plupart occidentales.

Dès 2005 et jusqu'à 2012, le nombre des compagnies pétrolières entre les 100 premières entreprises du monde mises en liste selon l'importance de leur revenus annuels est passé de 14 en 2005 à 18 du 2011 et 2012 et en moyenne plus ou moins 6 d'elles ont toujours paru entre les 10 premières entreprises du monde quant à leurs revenus.[500]

ENI est passé de la 33^{e} place en 2005, à la 17^{e} en 2012.

Si on prend la même liste mais on l'organise selon les profits, on trouve que les compagnies pétrolières passent plus lentement de 3 sur 18 entre les premières 10 entreprises du monde en

[498] ExxonMobil, *2011 Financial Statements and Supplemental Information for the Fiscal Year Ended December 31, 2011*, Exxonmobil, s.l., 2011 , paragraphe « consolidated state of income », page f-22.

[499] ExxonMobil, *2011 Financial Statements and Supplemental Information for the Fiscal Year Ended December 31, 2011*, Exxonmobil, s.l., 2011 , paragraphe « consolidated state of income », page f-22.

[500] En 2005 on en comptait 4 ; 5 en 2006, 6 en 2007 et 2008, 7 en 2009, 5 en 2010 et 6 en 2011.

2005 à 6 sur 18 en 2011 et en 2012.[501] Dans ce type de liste, ENI se trouve descendre lentement de la 6e place entre les 18 compagnies pétrolières en 2005 à la 13e en 2012.
En organisant la liste de 2012 par profit et en considérant seulement les compagnies gagnant plus de 15.000 millions, on retrouve les données rapportées au tableau 25 :

Tableau 18
Tableau de la différence des profits annuels de l'ENI en millions dollars comparés à ceux des autres compagnies pétrolières 2005-2014[502]

An	Profits annuels de l'ENI	Différence entre ENI et minimum profit annuel de la fourchette (15000)	Différence entre ENI et le maximum profit annuel de la fourchette
2005	9047,1 – 15000 =	-5952,9	9047,1 – 25330 = - 16282,9
2006	10919 – 15000 =	-4081	10919,0 – 36130 = - 25211,0
2007	11564 – 15000 =	-3436	11564,0 – 39500 = - 27436,0
2008	13703 – 15000 =	-1297	13703,0 – 40610 = - 26907,0
2009	12917 – 15000 =	-2083	12917,0 – 45220 = - 32303,0
2010	6070 – 15000 =	-8930	6070,0 – 19280 = -13210,0
2011	8378 – 15000 =	-6622	8378,0 – 30460 = -22082,0
2012	9539 – 15000 =	-5461	9539,0 – 44460 = -34921,0
2013	5160 – 15000 =	-9840	5160,0 – 32057= -26897,0
2014	5269 – 15000 =	-9731	5269,0 – 27514 = -22245,0

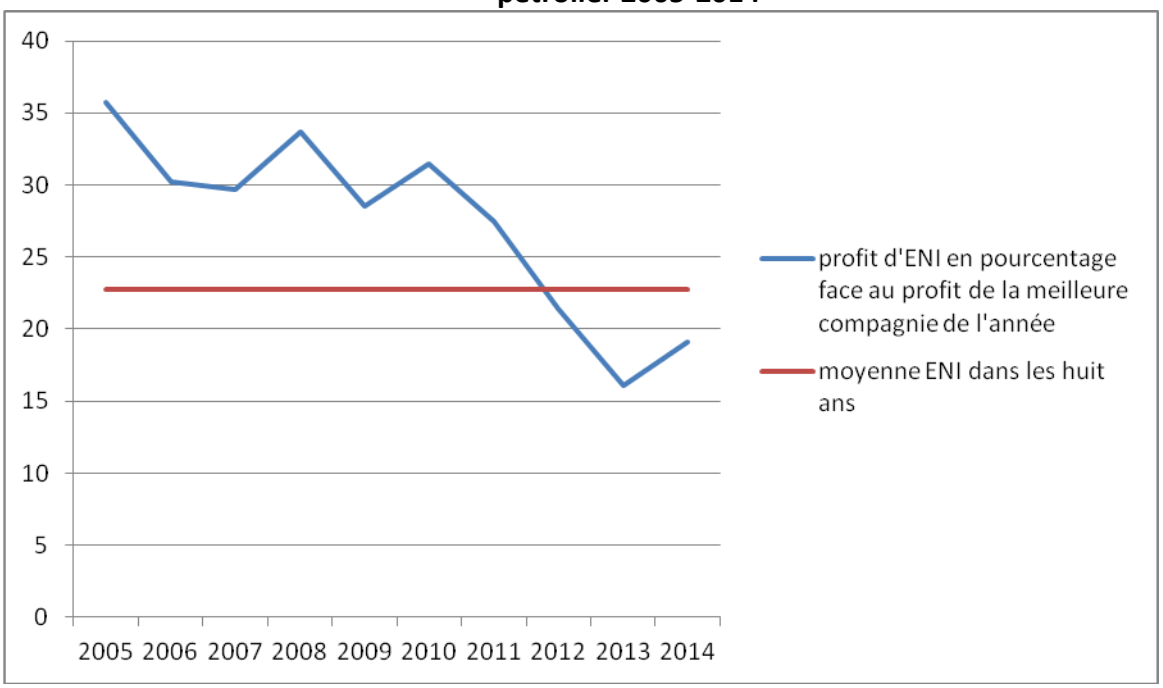
Alors, ENI obtint, dans chaque année entre 2005 et 2014 :

35,71% du profit maximum enregistré dans l'an par la meilleure des sociétés pétrolières
30,22% "
29,27% "
33,74% "
28,56% "
31,48% "
27,50% "
21,45% "
16,09% "
19,15% "

Le profit annuel de l'ENI fut en pourcentage et en moyenne, face au profit maximum annuel de secteur, de 29,741%. Il s'agit d'une lente descente, ou mieux d'une croissance toujours moins rapide de celle des autres compagnies et, qui, surtout, n'a pas été capable de respecter néanmoins le cours de la moyenne des profits du Groupe ENI lui-même, tel qu'on le voit quand on regarde la courbe suivante dans le tableau 19 :

[501] En 2005 et 2006 on en comptait 3 ; 5 en 2007 ; 4 en 2008 et en 2009 ; 5 en 2010 et 6 en 2011.
[502] Données de « Fortune » ; cfr. http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2012/full_list/index.html.

Tableau 19
Profit de l'ENI en pourcentage face au profit annuel de la meilleure compagnie du secteur pétrolier 2005-2014[503]



Est ce une bonne situation ou non ? Et, surtout, est ce qu'ENI, avec ses 30% - ou 40% – de propriété d'Etat peut vraiment être comparé aux autres compagnies, complètement privées ou non ? Pour essayer de le comprendre, il faut en prendre une qui soit plus ou moins comparable à ENI, soit une compagnie publique et maintenant privatisée et qui ait plus ou moins la même taille qu'ENI ; et, de toutes les compagnies plus grandes qu'ENI, la seule est Total.

6.2 Quelques données sur Total

Total a été créée le 28 mars 1924 sous le nom de « Compagnie française des pétroles » (CFP) afin de gérer les parts que le gouvernement français s'était vu attribuer comme dommage de guerre dans la gestion de la future compagnie pétrolière irakienne, l'Iraq Petroleum Company. À l'origine, c'était une société mixte associant des capitaux d'État et des capitaux privés. Le 21 juin 1985, sa dénomination fut changée en « Total – Compagnie française des pétroles » (Total CFP) puis transformée en « Total » tout court le 26 juin 1991. Elle fut privatisée en 1993 par le gouvernement Balladur. À la suite des rapprochements avec la belge Petrofina, la société devint Total Fina SA le 14 juin 1999, puis, après l'achat d'Elf, Total Fina Elf SA le 22 mars 2000, en revenant à la dénomination Total SA le 6 mai 2003.
À la fin de décembre 2007, ses actions étaient divisées comme suit : Public 60 %, Autocontrôle 4,14 % par l'intermédiaire des filiales du groupe, Groupe Bruxelles Lambert (ancien propriétaire de Fina) 3,9 %, Salariés 3,70 %, Autodétention 2,51 %, Areva 0,03 %, BNP Paribas 0,3 %, TG corp. 0,2 %. En 2008 Total était la première capitalisation boursière française et le cinquième groupe pétrolier privé du monde derrière les américains Exxon Mobil et Chevron Texaco, l'anglo-

[503] Elaboration des données prises de http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2012/full_list/index.html.

néerlandais Shell et le britannique BP ; et son résultat de 20 milliards d'euros de cette année 2008 fut le record pour une société française.[504]
En novembre 2010, les principaux actionnaires étaient: Deutsche Bank 5,24%, Autocontrôle 4,90%, Groupe Bruxelles Lambert 4,00 %, Salariés 3,90 %, Compagnie Nationale à Portefeuille 1,40 %, BNP Paribas 0,20 % ; et en 2012 ils étaient : Autocontrôle 4,60%, Groupe Bruxelles Lambert 4,00 %, Salariés 3,32 %, Compagnie Nationale à Portefeuille 1,50 %, BNP Paribas 0,20 % [505]
À la fin du 2012 Total figurait parmi les premiers groupes pétroliers mondiaux : était l'8e au niveau mondial et le 3e en Europe et ses résultats étaient tels que dans le tableau 27 :

Tableau 20
Données financières de TOTAL en millions d'euros[506]

Années	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 *1°trim.*
Chiffre d'affaires	102.540	104.652	122.700	137.607	153.802	158.752	17. 976	131.327	159.269	184.693	*51.168*
Résultat net part du groupe	6.260	7.344	9.039	12.003	12.585	12.203	13.920	7.784	10.807	12.581	*3.662*

Si nous faisons une comparaison entre les profits de Total et de l'ENI, on voit clairement une différence croissante :

Tableau 21
Différence ENI-Total[507]

An	Profits ENI – Total	Différence ENI - Total
2005	9047,1 – 11955,0 =	-2001,9
2006	10919 – 15250,0 =	-4331,0
2007	11564 – 14764,7 =	-3200,7
2008	13703 – 18042,0 =	-4339
2009	12917 – 15500,0 =	-2583
2010	6070 – 11741,0 =	-5671
2011	8378 – 14001,0 =	-5623
2012	9539 – 17069,0 =	-7530

[504] « Total affiche le plus important bénéfice jamais réalisé par une entreprise française », à consulter dans le site http://www.capital.fr/bourse/actualites/total-affiche-le-plus-important-benefice-jamais-realise-par-une-entreprise-francaise-354703.
[505] Voir le site http://www.zonebourse.com/TOTAL-4717/societe/
[506] Source : Total, http://www.total.com/fr/actionnaires-individuels/groupe/structure-actionnariat-900343.html, consultée le 21 octobre 2012 et Document de référence 2011 déposé le 26 mars 2012 à l'Autorité des Marchés Financier, selon l'Article 212-13 du règlement général de l'AMF.
[507] Elaboration des données prises de http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2012/full_list/index.html. Si on fait une comparaison entre ces données de « Fortune » et celles de Total en millions d'euros à la table précédente, on s'aperçoit de la différence de qu'on a parlé dans la note 3 de ce chapitre.

Si on exprime les données en pourcentages, en disant que le profit de Total chaque année est égal à 100, celui de l'ENI est respectivement, en 2005 le 75,67%, en 2006 le 71,6%, en 2007 78,32%, en 2008 75,95%, en 2009 83,33%, en 2010 de 51,69%, en 2011 de 59,83% et en 2012 de 55,88%:
Il est évident que les résultats de gestion de l'ENI ne sont pas aussi bons que ceux de Total ; cela nous emmène à faire encore un pas logique, soit que la gestion elle-même de l'ENI n'est pas aussi bonne que celle de Total.
Il faut alors se poser la question de pourquoi ; mais ça nous emmènerait faire un discours plus strictement lié à la gestion elle-même, qui ne rentre pas dans ce travail, qui, à travers le cas de l'ENI, se limite à voir si la privatisation modifie la gouvernance ou non.

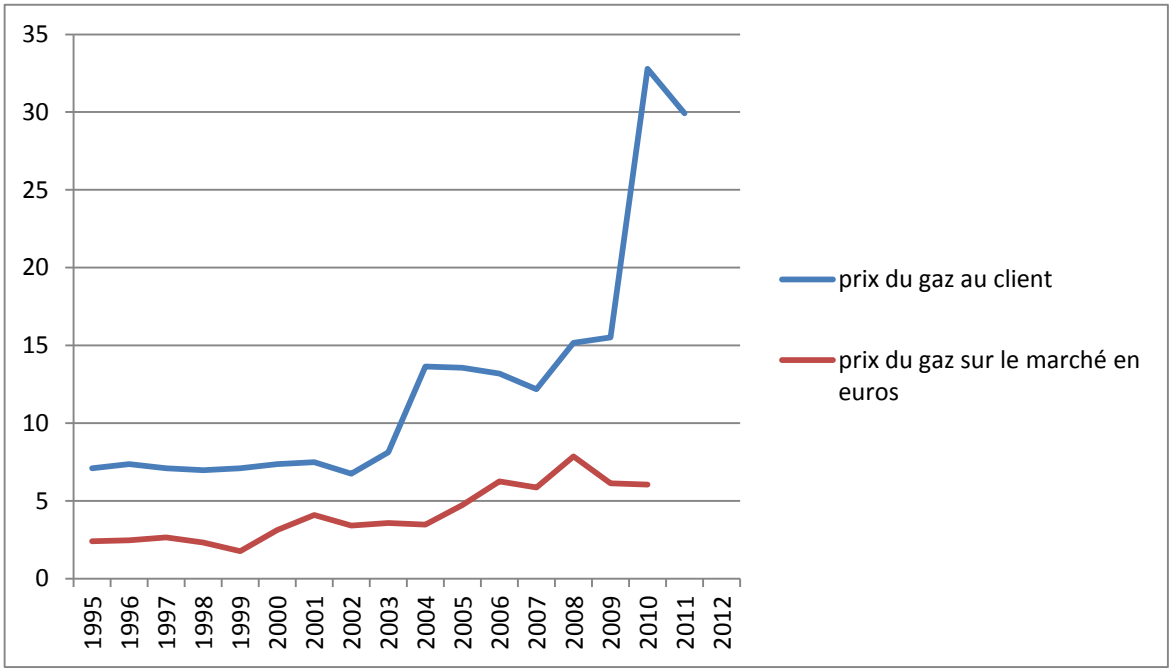
Chapitre 7
La privatisation, la gouvernance et le citoyen : le cas d'étude de l'ENI et du prix du gaz naturel en Italie

Les résultats des privatisations ne sont pas toujours positifs pour le grand public. Comme on l'a déjà dit, en Grande Bretagne la privatisation de l'eau donna des résultats considérés mauvais.
En théorie, un des idées de la privatisation est de placer l'entreprise privatisée dans le cas de la « Valeur partenariale » où l'attention est, entre autres choses, à la création de la richesse entre les différentes ressources humaines et matérielles en faisant coopérer les clients, les fournisseurs, les employés, les actionnaires, les collectivités territoriales des zones où l'entreprise travaille. On a parlé de l'interaction entre l'entreprise et l'environnement où elle se trouve, des relations sociales qu'elle doit tenir avec le milieu social
Il faut ne pas oublier que selon certaines théories[508] l'entreprise est une cellule de l'environnement socio-économique, le mot « environnement » signifiant l'ensemble des relations de structure et de comportement entre les entreprises et les autres organisations, politiques, sociales, culturelles, ou avec tous les autres participants à la vie de la société, y compris les citoyens. Alors, nous allons voir une des choses que l'entreprise ENI a donnée aux citoyens italiens.

7.1 ENI et le prix du gaz naturel en Italie

Le gaz naturel est porté en Italie à travers des gazoducs qui ont été propriété de l'ENI jusqu'à la vente de SNAM et a toujours été vendu par ENI dans une situation de monopole de facto.

Tableau 22
Tableau du prix du gaz naturel au client final en Italie 1995-2011[509]



Le prix de marché est rapporté ici en euros aussi, mais à l'origine est en dollars par millions de BTU. Ce qu'importe est seulement la comparaison entre les courbes. Le prix du gaz au client représente le ravitaillement base pour l'utilisation domestique de 15 mètres cubes par an.[510]

[508] Cfr. Ciappei, op. cit.
[509] Tableau faite avec les données de l'archive de l'auteur.

Le tableau montre la courbe du prix du gaz au client final, soit au citoyen italien, de 1995 à 2010, soit dès la privatisation de l'ENI.
Tout simplement, en regardant les courbes, il est évident que la privatisation n'a pas apporté des avantages au citoyen, car le prix du gaz à lui a eu une hausse bien plus marquée que celle du prix de marché, lequel, en plus, à partir de 2008 a commencé baisser, en augmentant la différence entre soi et le prix au consommateur. Mais pourquoi cela ?

7.2 La question du gaz naturel

La raison parce que le prix du gaz pour le client italien est plus haut que pour les autres européens officiellement est qu'on a fait les contrats « take or pay » ; mais à la racine de ces contrats et de leur survivance on a des autres raisons, bien peu économiques, liées à des aspects de la politique étrangère italienne.
En 2012 finalement on eut beaucoup de rencontres entre l'ENI et les Russes.[511] Un des résultats fut la révision des contrats « take or pay », qui furent modifiés non quant au prix, mais, selon les communiqués officiels – les seules sources à disposition – en baissant la quantité de gaz à « prendre ou payer » par l'ENI.[512] Donc, le prix unitaire, resta égale, mais la quantité de mètres cubes qui l'ENI s'engageait à acheter – n'importe pas si en les prenant vraiment ou non - chaque année baissait.
En 2010 la Commission de l'Union Européenne avait décidé[513] qu'ENI devait céder la propriété du gazoduc Trans Austria Gasleitung GmbH, mieux connu comme TAG, qui achemine le gaz russe en Italie et en 2011 l'ENI céda 89% des action de TAG (pair à 94% des droits économiques) à la Caisse des dépôts et prêts,[514] soit à l'Etat italien et, plus exactement, à cette partie de l'Etat italien qui était la propriétaire directe de 26% de l'ENI.
Conséquence : l'ENI perdit le contrôle du réseau, mais l'Etat le conserva.
Mais ceci regardait ENI seulement en tant que fournisseur de gaz, car en 2011 le Groupe avait été obligé par l'Autorité italienne à la concurrence de vendre la SNAM,[515] la compagnie propriétaire et

---

[510] Un mètre cube da gaz est égal à 8.500 kilocalories, un BTU est égal à 252 calories, soit 33,73 BTU sont égales à 1 mètre cube de gaz naturel, c'est-à-dire que 15 mètres cubes, soit le ravitaillement domestique annuel de base pourvu par ENI sont égales à 505,95 BTU.
Les chiffres par millions de BTU de 1995 à 1998 sont respectivement de $ 2,39, 2,46, 2,64, 2,32 ; en 1999 la chiffre est $ 1,88 (soit = euro 1,773), en 2000 : $ 2,89 (= euro 3,131), 2001 : $ 3,66 (= euro 4,089), 2002 : $ 3,23 (= euro 3,417), 2003 : $ 4,06 (= euro 3,58), 2004 : $ 4,32 (= euro 3,47), 2005 : $ 5,88 (= euro 4,72), 2006 : $ 7,85 (= euro 6,25), 2007 : $ 8,03 (= euro 5,86), 2008 : $ 11,56 (= euro 7,86), 2009 $ 8,52 (= euro 6,12), 2010 $ 8,01 (= euro 6,04). Au change livre italienne/US $ d'avant l'introduction de l'euro, le coût du gaz devrait être en $ divisée pour 1976,47 soit, pour le premier an, on aurait un coût de $ 0,001 par mètre cube.
[511] *Eni e Gazprom firmano accordo per l'ingresso della compagnia francese EdF nel progetto South Stream*, communiqué officiel de l'ENI, Rome, 3 décembre 2009, dans www.eni.com.
[512] Voir: *Eni: raggiunto accordo con Gazprom sui contratti di fornitura gas e discusse le azioni per l'avvio della costruzione di South Stream,* communiqué officiel de l'ENI, Moscou, 1er mars 2012, dans www.eni.com; *Incontro di lavoro tra Alexey Miller e Paolo Scaroni - durante l'incontro, che si è svolto in un clima cordiale e costruttivo, le parti hanno discusso della necessità di identificare delle soluzioni per fronteggiare lo stato attuale del mercato del gas europeo,* communiqué officiel de l'ENI, Anapa, 7 décembre 2012, dans www.eni.com; *Incontro di lavoro tra Eni e GazpromExport,* communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 27 décembre 2012, dans www.eni.com.
[513] *Decisione della Commissione relativa a un procedimento a norma dell'articolo 102 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea e dell'articolo 54 dell'accordo SEE* (Caso COMP/39.315 – ENI) - (Il testo in lingua Italiana è il solo facente fede), dans http://ec.europa.eu/competition/antitrust/cases/dec_docs/39315/39315_3021_9.pdf.
[514] *Eni completa la cessione della partecipazione in TAG,* communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 22 décembre 2011, dans www.eni.com.
[515] *Formalizzato contratto per la cessione del 30% meno un'azione di Snam a Cassa Depositi e Prestiti*, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, de 15 juin 2012, dans www.eni.com.

gestionnaire du réseau des gazoducs, car ce n'était pas possible d'avoir aucune concurrence si le réseau était dans la main du producteur qui était aussi le distributeur. À qui fut-elle vendue ? Nous l'avons déjà dit : en étant l'énergie un domaine stratégique, ce ne fut pas une surprise quand on apprit qu'ENI avait vendu la majorité de SNAM à la Caisse des dépôts et prêts, qui avait déjà la partie majoritaire des actions de l'ENI. En effet ce n'était qu'un changement d'une propriété étatique indirecte à une propriété étatique directe. En fait l'Etat italien était l'actionnaire principal de l'ENI, mais était – et est – le seul actionnaire de la Caisse des dépôts et prêts, et donc le propriétaire, et dans la pratique l'Etat Italien ne faisait que transférer une de ses propriétés de l'une à l'autre main. Si auparavant il contrôlait SNAM à travers ENI et ENI à travers la Caisse, maintenant il continuait de contrôler SNAM directement à travers la Caisse. Et pour le citoyen italien, le gaz fut le plus cher des pays de l'UE. Comment commenter cet aspect de la relation de « l'entreprise représentée en cellule de l'environnement socio-économique » tel que nous l'avons décrite par les théoriciens, et de ses « relations de structure et de comportement » entre elle « et … tous les autres participants à la vie de la société, y compris les citoyens » ? Il nous semble que cette situation fut bien loin de ce que les théoriciens suggèrent.

Conclusion générale

La privatisation a-t-elle modifié la gouvernance de l'ENI ?

Limites, questions, réponses

La question préalable qu'on peut se poser à la fin de cette thèse est : pourquoi parler de la privatisation et de son influence sur la gestion d'une seule entreprise, dans un seul secteur d'un seul pays ? Quelle est la raison d'un cas d'étude si spécifique ?

Peut-il être de quelque utilité et, si oui, laquelle ? N'est il pas possible que cette thèse soit trop limitée et, par conséquent, de peu d'utilité ?

La réponse est négative : la thèse semble avoir des limites et par conséquent peu d'intérêt, mais si l'on regarde avec attention, il est clair que la matière est plus intéressante de ce qu'il peut paraître et que la limitation est dans la nature du secteur étudié. A son tour le secteur est limité parce qu'il est composé de peu de groupes ou d'entreprises dans divers pays, et, par conséquent, de peu de groupes au niveau mondial. Mais ce petit nombre des entreprises est balancé par la grande importance économique du secteur au niveau international.

Si l'incidence économique du secteur est grande, mais si les protagonistes de cette activité sont rares dans le monde, nous pourrions douter de l'existence d'un intérêt général : mais encore une fois nous trouvons que les destinataires potentiels de ce travail, ceux qui pourraient le trouver intéressant, sont une pluralité de parties et de différents types. Par exemple, on a avant tout l'Etat italien, mais aussi des divers pays, surtout africains, qui possèdent du pétrole exploité par leurs entreprises d'Etat et qui se posent la question du meilleur emploi de leurs ressources ; un cas exemplaire est l'Algérie.

Si l'analyse a porté dans cette thèse sur un seul pays, c'est parce que l'Italie a longtemps gardé son système d'économie contrôlée par l'Etat. C'est un système encore utilisé en Afrique, Amérique Latine et Asie par une pluralité de pays, qui souvent sont à la recherche d'idées et de projets sur la façon de développer leurs économies et qui se rendent compte de la croissante nécessité de les libéraliser, de les privatiser. Par conséquent, le cas d'étude italien peut facilement servir d'exemple – en bien et en mal – à d'autres pays qui, en développant leurs économies, sont près du moment de leurs privatisations.[516]

Pourquoi un seul secteur ? La réponse la plus simple serait qu'il est plus facile de parler d'un secteur que de plusieurs, mais c'est surtout que le secteur du pétrole et du gaz, est, peut-être, le

[516] On peut signaler sur la situation de l'Afrique en général l'étude de l'OECD, *Perspectives économiques en Afrique* 2005-2006, Paris, OECD, 2005, www.oecd.org/dev/publications/perspectivesafricaines, et, sans donner une liste complète des centaines de travaux sur ce sujet, on rappellera ici pour le Congo : AMBAPOUR, Samuel, *La mise en oeuvre des privatisations au Congo – cas de trois entreprises du secteur énergétique*, Brazzavile, Bureau d'Application des Méthodes Statistiques et Informatiques (BAMSI), 2004 ; au Gabon, MBANDINGA, J., *Le Gabon face aux nouveaux enjeux de développement*, s.i. 2008 ; République Tunisienne, Ministère du Développement Régional et de la Planification - Institut Tunisien de la Compétitivité et des Etudes Quantitative, *Rapport sur la privatisation et le développement du secteur privé, Tunis, 2011;* au Burundi, NIYONGABO, Ephrem, *Bilan de la privatisation en Afrique subsaharienne : Leçons et perspectives pour le Burundi*, dans « Revue de l'Institut de Développement Economique (RIDEC)», Bujumbura, RIDEC, 2013 ; ou des nouvelles plus simple, paru sur la presse, tels que les articles ACKERMAN, John Mill, « Le Mexique privatise son pétrole », dans « Le Monde diplomatique », mars 2014 ; ou BRITO, Gabriel – IAMIN, Leandro « Brésil : privatisation du pétrole et modèle économique extractif » dans, « A' l'encontre » de 25 novembre 2013, à télécharger du site web http://alencontre.org/ameriques/amelat/bresil/bresil-privatisation-du-petrole-et-modele-economique-extractif.html

plus important, et parfois le seul secteur important, dans ces pays (cf. supra). Il s'agit de la production d'énergie ; et sans énergie aucune économie ne peut marcher, donc le marché pétrolier est encore vital pour les économies nationales, notamment dans les pays où l'économie est contrôlée par l'Etat.
Enfin, pourquoi une seule entreprise ? Parce que, à l'exception des Etat Unis – où on a plusieurs entreprises pétrolières, toutes privées – et de la Chine – où on a aussi plusieurs entreprises pétrolières, mais qui, au contraire, sont toutes publiques – normalement on ne trouve qu'une seule entreprise pétrolière par pays ; donc, en choisissant le secteur pétrolier, ou celui des hydrocarbures en général, on se trouve à avoir à faire à une seule entreprise par pays.
Le pétrole est normalement l'objet d'une quantité de travaux à tous niveaux : essais, articles, thèses, communications.[517] Si on prend un pays très proche à l'Italie et à la France sur le plan économique, l'Algérie, dont le gouvernement et ses économistes ont depuis longtemps commencé à se poser la question de comment développer l'économie nationale, qui a son pilier sur le pétrole et, par conséquent, sur Sonatrach, l'entreprise pétrolière d'Etat ; la question de l'éventuelle privatisation de Sonatrach n'est pas nouvelle en Algérie. Sans mentionner l'existence de bien de thèses de doctorat qui traitent de l'éventuelle privatisation du secteur pétrolier en Algérie, avec tous ses problèmes d'évaluation d'entreprise et de mise en vente, il faut rappeler que les universités algériennes s'intéressent aussi de ces mêmes questions depuis longtemps.[518] Cette thèse pourrait servir de contribution. Et ce qui vaut pour l'Algérie vaut pour bien d'autres pays en Afrique et à l'Amérique latine.
Quant à l'Etat italien, on trouve ici quelque chose que d'habitude on ne trouve pas en Italie : la confirmation qu'en réduisant une pluralité de contraintes qu'il a posées à la gestion, il pourrait augmenter le chiffre d'affaires de l'ENI et, par conséquent, sa rente de 30% d'actions de l'ENI. Ce n'est pas difficile à évaluer, vu les chiffres rapportés dans ce travail. On peut ajouter qu'en 2011 Knight Vinke Asset Management, la société spécialisée dans le « spin off »[519] pour relancer et améliorer les activités des grandes entreprises, produit un rapport, présenté à l'assemblée des actionnaires, indiquant qu'ENI pouvait hausser son chiffre d'affaires et son bénéfice annuel avec une réduction des contraintes posés par l'Etat, ou, au moins, avec un comportement plus entrepreneurial.[520] En 2004 Knight Vinke avait appliqué dans la compagnie Shell, avec un succès remarquable, la même ligne proposée pour ENI à partir de 2009. Sans entrer dans le détail, le cœur du rapport était qu'en ayant une gestion plus « privée », ENI aurait augmenté son chiffre d'affaires d'un pourcentage important.
Nous n'avons pas utilisé le rapport de Knight Vinke, car en tant que thèse, ce travail doit se fonder sur les faits et non sur les estimations et les prévisions, les plus professionnelles qui soient. Il est

[517] Par exemple la Commission Internationale d'histoire de la Technologie – ICOHTEC – a toujours, depuis quelques années, pendant son congrès international, une session sur l'exploitation du pétrole et sur l'industrie des hydrocarbures, avec communication sur des aspects techniques ou économiques. Cfr. Le programme du secteur P 121 du congrès de 2013, organisé à l'université de Manchester, dans http://www.ichstm2013.com7programme/full-programme-abstracts.pdf
[518] Voir, par exemple, le colloque international « Evaluation des effets des programmes d'investissements publics 2001-2014 et leurs retombées sur l'emploi, l'investissement et la croissance économique », organisé par le ministère de l'Enseignement supérieur et de Recherche algérien, Université de Sétif, mars 2013.
[519] Le Spin Off – en français « scission » – est une scission d'entreprises, soit une opération de réorganisation d'une entreprise qui consiste à la fractionner. Les différentes parts issues de cette scission ne vont pas nécessairement constituer des sociétés nouvelles indépendantes, mais peuvent également être agrégées à une société préexistante. Dans ce domaine, il s'agit principalement d'une technique de désinvestissement dans laquelle une ou plusieurs filiales d'une entreprise cotée sur le marché boursier sont séparées de l'entreprise mère pour devenir une entité indépendante qui ensuite est elle-même cotée sur le marché boursier bien qu'elle appartienne, au moins au début, aux actionnaires de l'entreprise d'origine.
[520] Knight Vinke, *ENI valuation,* New York, KV, December 2011.

intéressant de noter que les données rapportées ici ont amené à la même conclusion : ENI aurait profité d'une gestion moins influencée par l'Etat ; et l'Etat lui-même en aurait bénéficié.
En reprenant la question de ce dernier chapitre – pourquoi le prix du gaz pour le client italien est plus élevé que pour les autres ? – la réponse semble être : on a eu un monopole bien gardé et ce monopole fit payer au client final le prix des bonnes relations commerciales à entretenir avec la Russie pour avoir des avantages dans d'autres domaines pas strictement liés à l'industrie gazière.
Après la privatisation la gouvernance de l'ENI a amélioré la gestion du personnel, a obtenus des bons résultats de transparence et a donné bien d'information financière aux actionnaires, mais il faut prendre en considérations les résultats aussi.
Les résultats d'une entreprise sont toujours à mesurer en termes monétaires, mais l'examen des indicateurs que l'on a d'après les bilans donne des indications contradictoires ou parfois non concordantes.
Les résultats ont évolué continuellement de 1998 à 2012. Le capital qui en 1998 était de 25.020.280.271,45 euros, après 14 ans a donné un revenu global de 97.842.000.000 donc une croissance moyenne annuelle de 15%, ce qui permit de dire que le groupe en a eu une continuelle, révélant le fait que le groupe a eu une croissance constante. Mais cette croissance constante des revenus n'a pas entraîné une croissance identique ou parallèle des bénéfices. Ces derniers ont monté de 2.328 millions euros de 1998 à 7.745 de 2001. Après ils ont baissé de 40% en 2002. Ils ont monté encore pendant les cinq années suivantes jusqu'à plus que 10.000 millions mais ils ont perdu 11% l'année suivante et encore 50,5% l'année après, soit plus que 56% en deux ans. Ensuite, ils ont remonté lentement jusqu'à 7.788 millions euros les trois années suivantes. Il y a de la discontinuité, mais, surtout, des bouleversements vraiment forts et des chutes trop brusques et peut être excessives. Cela nous donne l'impression d'une incapacité structurelle à réduire les effets des événements défavorables, peut être parce que la diversification des sources de production pétrolière et gazière est insuffisante, peut être parce que l'éventail de produits n'est pas suffisamment large, mettant en évidence une gestion inappropriée.
L'endettement est un autre signal surprenant : nous avons un endettement croissant de 6.267 millions en 2006 à 28.032 en 2011, soit un hausse de 447% pendant cinq ans, mais qui baisse de 44,6%, soit à 15.511 millions pendant une seule année et grâce à la vente d'une seule entreprise du groupe, qu'est SNAM. La question est : si SNAM avait une influence si lourde sur l'endettement et sur toute la vie du Groupe, pourquoi en avoir retardée la mise en vente jusqu'à l'obligation légale ? Etait ce un choix que l'administrateur délégué et le conseil d'administration ont pris en toute liberté ou non ? Il semble que non, car la logique de la gestion imposait de vendre SNAM dès que possible, mais alors pourquoi ont-ils pris une telle décision entrepreneuriale qui a lourdement impacté les résultats financiers ? La seule réponse possible est qu'ils l'ont fait car ils ont été obligés de le faire, mais le seul qui pouvait les obliger c'était l'actionnaire le plus important, soit l'Etat italien, donc il faut penser qu'ici une bonne décision entrepreneuriale a été prise en retard parce que l'actionnaire le voulait. Mais est-il étonnant qu'un actionnaire n'agisse pas dans son intérêt ? Oui, sauf si cet intérêt n'est pas moins important qu'un autre intérêt du même actionnaire, ainsi que nous l'avons suggéré en parlant des questions du gaz liées à la politique étrangère italienne.
Ensuite on a des indicateurs financiers positifs et négatifs, tel que le levier financier, le pay out et le ROACE.
Nous avons dit que le levier financier est négatif quand il dépasse 2, qu'entre 1 et 2 il est jugé bon et qu'au dessous d'1 est très bon. ENI eut son niveau le plus haut – 0,48% – en 2003, en baissant à 0,21 en 2012, donc c'est satisfaisant.

Le pay out[521] n'est pas excessivement haut : il est de 50% en 2012, avec une moyenne ENI de 46,2 pendant 15 ans.
La ROACE, la rentabilité du capital investi, est mauvaise car il a baissé par rapport à ce qu'il était au début de la privatisation : en 1998 il était de 12,5%, en 2012 10,1%, cela ne signifie pas que la rentabilité soit ni la meilleure, ni qu'elle soit bonne, mais qu'elle baisse, donc que le résultat pour ENI est faible.

La vente des produits
Dès lors, vu qu'il est trop tôt pour savoir si la vente d'électricité donne des bons résultats, il vaut mieux se concentrer sur les secteurs les plus traditionnels : l'essence et le gaz, où on a des « déséconomies » pour le client. L'essence est vendue par ENI en Italie au prix le plus haut dans l'Union Européenne. Il est vrai que ce n'est pas propre à l'ENI. Il est de même des autres compagnies, car l'origine de cet état de fait est la grande taxation, mais il y a aussi le poids du coût du raffinage et, dans l'ensemble, le prix de l'essence est un coût social que le citoyen supporte pour permettre à l'Etat d'honorer une partie de la dette publique. Ceci va à l'encontre du principe de libéralisation.
Le prix du gaz est un autre aspect, tout à fait comparable à celui de l'essence. Le citoyen italien paye son gaz 20 à 25% plus cher que les autres citoyens de l'Union et, encore une fois, il paye pour soutenir l'Etat et sa politique, tant d'un point de vue géopolitique que financier. L'Italie a besoin des Russes, ou son gouvernement pense d'en avoir. Donc il les ménages, il leur fait des faveurs ; et l'ENI a leur donné de l'argent en achetant davantage de gaz qu'elle en a eu besoin. Entre Russes et Algériens, ENI a payé en 2010 un milliard d'euros ; et son bénéfice cette année monta à peine à 6 milliards 318 millions, donc ENI paya 15,38% de son bénéfice pour du gaz qui n'a pas été utilisé.

Le dividende
La définition du montant du dividende par action doit tenir compte de plusieurs aspects, y compris la nécessité de continuer à maintenir le titre à un niveau attractif pou d'éventuels investisseurs, mais il faut se poser la question : quel aurait été le dividende si ENI avait été complètement privée, sans avoir un actionnaire majoritaire, un Etat endetté, qui a un besoin financier important ? Vraiment ENI est-il dans une situation de pouvoir verser de 3 milliards et demi voir 4 milliards par an de dividende total ? Pourquoi ENI le fait-il ? Quelle est l'influence de l'actionnaire le plus important à travers ses représentants au moment de la décision du dividende annuel ? Comment pourrions-nous penser que cette influence est faible ? Et vraiment ces dividendes sont-ils bons pour ENI ? Ils le sont sans doute pour l'Etat, pour les actionnaires, mais pour ENI en tant qu'entreprise ?
On a encore une question intéressante, strictement liée au plan de stock grant et qui ne semble pas se retrouver dans les autres compagnies : celle du salaire de l'administrateur délégué Scaroni. Il ne s'agit pas de la quantité d'argent que lui est donnée et qu'en 2011 était de 4 millions et 884.000 euros quand son collègue dans Total, Christophe de Margerie, en 2011, recevait 3 millions et 88 milliers d'euros, car, nous l'avons vu, c'est dans la moyenne nationale,[522] mais d'un autre aspect : il commença à avoir un salaire plus élevé car il cessa de recevoir des stock options, ce qui est inouï, sans comparaison et qui se passa quand la valeur de l'actif net commença à baisser. Le

[521] Le Payout est la fraction du benefice payé par l'entreprise à ses actionnaires en dividende. Ce ratio identifie une entreprise selon le ratio entre les bénéfices et le dividende distribué aux actionnaires. Plus ce ratio est élevé, plus haute est la propension de l'entreprise à récompenser ses actionnaires avec un bon dividende.
[522] TOWERS – WATSON, *Board pay in the Eurotop 100,* opus cité, cf. note 418..

titre baissait, mais le salaire de Scaroni passa de 3 millions en 2008 à 4,2 en 2009 à 4,4 en 2010, à près de 5 millions en 2011.[523]

Cet aspect du salaire était clairement écrit dans les budgets et les bilans de l'ENI. Au point de vue légal, personne peut empêcher une entreprise de donner de l'argent au lieu de stock options. En Italie la matière est réglée par la loi, mais la loi règle l'utilisation et distribution des stock options et n'oblige aucune entreprise à s'y conformer.

Du point de vue légal ENI n'a enfreint aucune loi ; du point de vue entrepreneurial nous pourrions être surpris et critiquer, car du point de vue des théoriciens cela est étonnant, mais l'entreprise a choisi, l'assemblée des actionnaires l'a ratifiée et, si il y avait un actionnaire qui n'était pas d'accord, il faut penser que celui qui était d'accord c'était au moins l'actionnaire le plus important, donc l'Etat italien, qui évidemment avait de bonnes raisons pour l'accepter.

Mais comment peut on éviter de penser que ce salaire de M. Scaroni et des autres dirigeants les plus importants de l'ENI ne soit pas une sorte de remerciement de l'Etat non tant de la façon qu'ils ont de gérer l'ENI, mais pour la manière dont ils exécutent et mettent en pratique les désirs de l'actionnaire principal ? C'est bien cela qui a été suggéré par la presse, sans obtenir aucune réponse de l'ENI.[524] N'est-il pas exact que dans une entreprise privée ils auraient continué à recevoir des stock options au lieu d'une hausse de salaire ? L'entreprise y aurait gagné ou, au moins, y aurait moins perdu ; mais l'Etat, qu'est ce qu'il y aurait gagné ?

Si les exigences de l'Etat et de sa politique sont si fortement capables d'influencer la gestion d'une entreprise privatisée, quelle réponse ont elles donné à la question préalable : La privatisation d'une entreprise modifie-t-elle la gouvernance ?

Est-il possible que la privatisation de l'ENI n'ait eu aucune conséquence positive ?

En fait il y a des conséquences positives. Le chiffre d'affaires a progressivement augmenté et maintenant le bénéfice, en dépit de toute crise, a plus que triplé par rapport à 1998 quand la privatisation fut achevée, et cela a crée de la richesse au pays et, plus ou moins indirectement, à tous les citoyens. En tant qu'entreprise, nous ne pouvons faire moins de noter que les administrateurs de l'ENI ont essayé d'appliquer toutes les règles de gestion et, s'ils n'ont pas étés capables de faire mieux, il faut se poser la question de la responsabilité de l'actionnaire majoritaire ; mais il faut aussi réfléchir que les gestionnaires ont en première règle celle de satisfaire les actionnaires et, parmi eux, le plus important.

Comme nous l'avons vu, il semble clair que la privatisation modifie la gouvernance en mieux, mais qu'il faut être attentif au devenir du groupe. En passant, nous pouvons noter que s'ils se sont trouvés devant une crise telle que celle de 2008, les administrateurs de l'ENI ne semblent pas voir suivi les idées exposées par Igor Ansoff dans *Corporate Strategy*[525] et rappeler ce qu'a été dit par Teece et Pisano :

> « *Celles qui ont gagné sur le marché mondial ont été des entreprises qui ont pu démontrer de la réactivité en temps opportun et rapide et une innovation flexible de produits, associée à la capacité de gestion pour*

[523] Mondani, dans MONDANI – FORNONI, opus cité, page 30.

[524] MONDANI, Paolo – FORNONI, Giorgio, "Report: Indagine di Report sugli affari dell'Eni", transmis par Rai3, Rome, 16 décembre 2012, téléchargéable dans http://www.report.rai.it/dl/Report/puntata/ContentItem-559554ac-2703-4fa1-b41d-e3a6fb6a01a0.html

[525] ANSOFF, Igor H, *Corporate Strategy*, NY, McGraw-Hill Inc., 1965. L'idée centrale de ce livre est que, en élaborant la stratégie de leur entreprise, les gestionnaires devraient se préparer à l'avenir à travers une anticipation systématique des défis futurs et devraient essayer de formuler une réponse appropriée à travers leurs plans stratégiques.

coordonner efficacement et redéployer les compétences internes et externes. »[526]

C'est à peu près ce qu'a dit Ansoff et que l'ENI ne semble pas avoir fait.
En faisant d'autres observations, nous trouvons qu'avant tout le fort endettement nous permet de placer l'ENI dans le cas décrit par Charreaux quand, en parlant de la structure de propriété et de la performance financière, il dit :

« *L'endettement (structure de financement en valeurs de marché) exerce une influence négative et significative sur les différents indicateurs de performance. En particulier, il conditionne négativement (au seuil de 10%) la performance économique…. L'effet négatif s'accentue lorsqu'on examine les indicateurs de performance sur fonds propres, ce qui tendrait à démontrer que le recours à l'endettement se fait au détriment de l'intérêt des actionnaires.* »[527]

en soulignant encore, peu après, que : « *La gestion de la relation d'agence par l'endettement a des conséquences très sensibles en matière de performance.*»[528]
Il faut se poser la question si l'ENI est ou non dans le cas des entreprises « *contrôlées, où le capital est dominé par une ou plusieurs autres firmes. Dans ce dernier cas, les actionnaires dominants nomment les dirigeants et exercent un pouvoir fort, qui limite la possibilité de conflits d'intérêt durables.* »[529] En effet l'ENI a un actionnaire majoritaire – l'Etat – avec une influence déterminante, (quatre septièmes du conseil d'administration). Par conséquent le choix de l'administrateur délégué est fait par lui et à travers cette position dominante il décide indirectement du recrutement des dirigeants, fait le choix de la stratégie et lui donne des conditions et des limites bien définies (long maintien de la SNAM en dépit de son endettement que nous avons vu). Ce comportement pourrait ne pas suffire pour considérer le comportement et la performance de l'ENI semblable à ceux d'une entreprise contrôlée selon la description donnée par M. Charreaux ;[530] mais il y a encore une chose. Si se vérifie une performance économique de bas niveau, nous nous sommes dans un autre des cas indiqués par Charreaux quand il écrit, toujours à propos des sociétés contrôlées par des autres sociétés:

« …*si ce type de firme présentait systématiquement une performance inférieure, aucun actionnaire autre que les actionnaires dominants ne devrait participer au capital. Toutefois, si une performance économique inférieure caractérisait ce type de firme, elle pourrait trouver son origine dans les liens existants avec les firmes qui exercent le contrôle.*»[531]

---

[526] TECEE, D. – PISANO, G., "The Dynamic Capabilities of Firms: an Introduction", Working Paper, October 1994, "*Winners in the global marketplace have been firms that can demonstrate timely responsiveness and rapid and flexible product innovation, coupled with the management capability to effectively coordinate and redeploy internal and external competences",* rapporté dans CIAPPEI, C., *Corso di Strategia d'impresa*, Firenze, Unversità degli Studi di Firenze, 2003, page 75.
[527] CHARREAUX, Gérard, *Structure de propriété, relation d'agence et performance financière*, Dijon, CREGO-IAE, 1989, page 33.
[528] CHARREAUX, opus cité,, pages 35-36.
[529] CHARREAUX, Gérard - PITOL-BELIN, Jean-Pierre, opus cité, page. 3.
[530] CHARREAUX, *Structure de propriété…*, cité, page 10.
[531] Ibidem.

N'est-ce pas le cas de l'ENI? Nous l'avons vu en faisant la comparaison avec les entreprises de son secteur économique : les résultats sont inférieurs à ceux d'autres compagnies et son taux de croissance est plus lent que celui d'une compagnie comparable, Total. Donc ENI présente le caractère de la firme contrôlée ; mais nous savons qu'il n'existe pas de firme qui contrôle ENI ; il faut faire porter les problèmes de l'ENI sur son actionnaire le plus important, soit l'Etat italien. La présence de l'Etat, en étant décisive sur la gouvernance a sur la performance du groupe une influence négative comparable à celle d'une firme exerçant un contrôle.
Et en effet Charreaux souligne que :

> « *dans les sociétés contrôlées, le capital est concentré; les représentants de la firme (ou des firmes) qui contrôle, dominent le conseil d'administration et nomment les dirigeants. Il y a au sens strict, séparation propriété-décision car les dirigeants nommés ne sont pas personnellement propriétaires du capital et il y a bien relation d'agence. Inversement, au sens large, compte-tenu de la dépendance des dirigeants vis-à-vis des actionnaires principaux, la séparation propriété-décision est beaucoup moins prononcée.»*[532]

Quelle est alors la différence de gouvernance entre avant et après la privatisation ? Evidemment un changement s'est vérifié. Les dirigeants sont recrutés d'une façon différente que par le passé. Les résultats économiques ont connu une amélioration, le groupe a grandi, est plus fort et se trouve dans un meilleur situation à tous égards et ceci est une preuve indirecte mais du changement de la gouvernance : les dirigeants ont été plus flexibles que précédemment dans leurs choix stratégiques. Mais les résultats ne sont pas aussi bons que ceux d'autres groupes ou compagnies semblables et – nous l'avons vu dans le cas des contrats du gaz – il semble clair que la gouvernance a essayé d'éviter l'erreur, mais a dû se conformer à la volonté de l'actionnaire majoritaire. Le conditionnement par les actionnaires est partie du jeu de rapports entre les actionnaires et les dirigeants, mais, vu l'actionnaire et vu les résultats du conditionnement qu'il a imposé au groupe, il faut se poser la question si sa présence avec tant de poids est judicieuse et nous ne pouvons pas éviter de penser qu'en termes purement économiques et financiers une moindre présence de l'Etat italien dans le capital de l'ENI aurait pu donner des résultats meilleurs. Donc on revient à la sèche évaluation faite par Giuseppe Pennisi et Salvatore Zecchini qui ont dit : « *Les privatisations: une reforme incomplète.* »[533]
Du moins dans le cas de l'ENI, nous venons de le démontrer.
Quant à la question préalable, au titre de cette thèse, la réponse est positive : la privatisation modifie la gouvernance, mais à des conditions : elle la modifie tant que la présence du public baisse. Nous pourrions essayer de trouver un relation mathématique de proportionnalité directe dans une entreprise entre l'amélioration de sa gouvernance et la baisse progressive de la présence publique jusqu'à la disparition à travers l'examen de ses résultats, mais il est clair que ce serait un travail long et, surtout, compliqué du fait des variables imprévues qui pourraient s'introduire pendant les années à examiner.
Ici nous pouvons nous limiter à dire cela : sur la base des données examinées et de leurs représentations graphique, nous avons pu le vérifier sur une période de 15 ans ; ce qui est significatif. Nous avons démontré, d'une façon peut être encore empirique, que la réponse est positive : la privatisation modifie la gouvernance, la modifie en mieux et, ce faisant, elle crée de la

[532] CHARREAUX, opus cité, page 8.
[533] PENNISI, G. – ZECCHINI, S., "Le privatizzazioni: una riforma incompiuta", cité.

richesse et il en résulte un avantage pour tous les membres de la société civile : personne, familles, Etats.

Annexes

Tableau A
Evolution du capital social de l'ENI dès juillet 1992 à 2005[534]

Date	Numéro actions ordinaires	val. nom.	Capital social lires/euro	Emissions	n. actions
14/07/92	7.999.205.453	L.1.000	7.999.205.453.000	Décret du Ministère du Trésor du 14 juillet 1992	
25/09/98	8.000.161.453	L. 1.000	8.000.161.453.000	Augmentation au service du plan de stock grant[535] 1998	956.000
22/10/99	8.002.127.653	L. 1.000	8.002.127.653.000	Augmentation au service du plan de stock grant 1999	1.966.200
08/09/00	8.002.130.553	L. 1.000	8.002.130.553.000	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	2.900
02/10/00	8.002.136.553	L. 1.000	8.002.136.553.000	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	6.000
31/10/00	8.002.140.853	L. 1.000	8.002.140.853.000	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	4.300
02/01/01	8.002.147.853	L. 1.000	8.002.147.853.000	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	7.000
02/01/01	8.002.186.353	L. 1.000	8.002.186.353.000	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	38.500
31/01/01	8.002.188.553	L. 1.000	8.002.188.553.000	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	2.200
28/02/01	8.002.201.353	L. 1.000	8.002.201.353.000	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	12.800

[534] Dès la transformation de l'ENI en société actionnaire, par le décret loi n. 333 de l'11 Juillet 1992, converti avec des modifications par la loi 8 août 1992 n. 359.

[535] Le plan de Stock Grant prévoit l'assignation gratuite d'actions de la société (aussi dit Stock Grant Plan - "SGP") en conséquence de l'arrachement de certains buts, en particulier ceux liés au VAE, au Portefeuille des commandes et au cours du titre de la Société face au cours de l'index de la bourse de Milan pendant la période considérée. L'adoption d'un système de Stock Grant, au lieu de celui de Stock Option, donne la possibilité de limiter d'une façon remarquable le nombre des actions à mettre au service du plan et donc a réduire d'une façon considérable l'effet sur les actionnaires déterminé par le développement du plan.

04/04/01	8.002.205.253	L. 1.000	8.002.205.253.000	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	3.900
30/04/01	8.002.233.953	L. 1.000	8.002.233.953.000	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	28.700
18/06/01	4.001.116.976	€ 1	4.001.116.976	Redénomination capital social en euros et regroupement de deux actions de nominales € 0,5 en 1 action de nominales € 1	
02/07/01	4.001.132.976	€ 1	4.001.132.976	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	16.000
31/07/01	4.001.149.126	€ 1	4.001.149.126	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	16.150
01/10/01	4.001.152.576	€ 1	4.001.152.576	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	3.450
01/10/01	4.001.178.426	€ 1	4.001.178.426	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	25.850
31/10/01	4.001.201.376	€ 1	4.001.201.376	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	22.950
30/11/01	4.001.259.476	€ 1	4.001.259.476	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	58.100
02/01/02	4.001.647.676	€ 1	4.001.647.676	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	388.200
01/02/02	4.001.656.176	€ 1	4.001.656.176	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	8.500
28/02/02	4.001.684.176	€ 1	4.001.684.176	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	28.000
30/04/02	4.001.690.126	€ 1	4.001.690.126	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	5.950
01/07/02	4.001.697.276	€ 1	4.001.697.276	Augmentation au service du plan de stock grant	7.150

				2000-2002	
31/07/02	4.001.709.026	€ 1	4.001.709.026	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	11.750
02/09/02	4.001.711.826	€ 1	4.001.711.826	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	2.800
30/09/02	4.001.733.276	€ 1	4.001.733.276	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	21.450
31/10/02	4.001.764.176	€ 1	4.001.764.176	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	30.900
30/12/02	4.001.814.026	€ 1	4.001.814.026	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	49.850
28/02/03	4.001.821.476	€ 1	4.001.821.476	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	7.450
01/04/03	4.001.822.426	€ 1	4.001.822.426	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	950
30/04/03	4.001.823.926	€ 1	4.001.823.926	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	1.500
30/06/03	4.001.826.526	€ 1	4.001.826.526	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	2.600
30/06/03	4.001.846.326	€ 1	4.001.846.326	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	19.800
31/07/03	4.001.852.576	€ 1	4.001.852.576	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	6.250
04/08/03	4.001.875.626	€ 1	4.001.875.626	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	23.050
05/09/03	4.002.872.176	€ 1	4.002.872.176	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	996.550
30/09/03	4.002.877.626	€ 1	4.002.877.626	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	5.450

15/10/03	4.002.879.426	€ 1	4.002.879.426	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	1.800
31/10/03	4.002.883.376	€ 1	4.002.883.376	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	3.950
01/12/03	4.002.883.876	€ 1	4.002.883.876	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	500
31/12/03	4.002.922.176	€ 1	4.002.922.176	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	38.300
02/02/04	4.002.923.076	€ 1	4.002.923.076	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	900
01/03/04	4.002.934.326	€ 1	4.002.934.326	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	11.250
31/03/04	4.002.936.826	€ 1	4.002.936.826	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	2.500
30/04/04	4.003.021.876	€ 1	4.003.021.876	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	85.050
21/06/04	4.003.028.276	€ 1	4.003.028.276	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	6.400
30/06/04	4.003.031.026	€ 1	4.003.031.026	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	2.750
02/08/04	4.003.070.826	€ 1	4.003.070.826	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	39.800
01/09/04	4.004.419.376	€ 1	4.004.419.376	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	1.348.550
30/09/04	4.004.419.876	€ 1	4.004.419.876	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	500
02/11/04	4.004.420.576	€ 1	4.004.420.576	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	700
30/11/04	4.004.421.376	€ 1	4.004.421.376	Augmentation au service	800

				du plan de stock grant 2000-2002	
30/12/04	4.004.424.476	€ 1	4.004.424.476	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	3.100
28/02/05	4.004.425.176	€ 1	4.004.425.176	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	700
26/04/05	4.004.454.476	€ 1	4.004.454.476	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	29.300
02/05/05	4.004.459.876	€ 1	4.004.459.876	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	5.400
30/06/05	4.004.462.776	€ 1	4.004.462.776	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	2.900
01/08/05	4.004.475.576	€ 1	4.004.475.576	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	12.800
06/09/05[536]	4.005.358.876	€ 1	4.005.358.876	Augmentation au service du plan de stock grant 2000-2002	883.300

[536] Dernière augmentation du capital social.

Tableau B

Prix des carburants en Italie[537]

Prix	Accise	TVA	Net	Variation	
Carburantes (1000 litres)					
Essence	1.796,01	728,40	311,70	755,91	17,69
Gazole pour vehicules	1.705,01	617,40	295,91	791,70	8,15
Gaz Propane Liquide Auto	855,93	147,27	148,55	560,11	0,05
Combustibles pour chauffage (1000 litres)					
Gazole chauffage	1.469,39	403,21	255,02	811,16	9,00
Combustibiles industriaux (1000 kg)					
O.C. Fluide BTZ 1%S	1.010,56	166,84	91,87	751,85	7,78
O.C. Dense BTZ	636,39	31,39	n.a.	605,00	7,79

[537] Source : Ministère du développement économique, données de 18 février 2013, cfr. http://dgerm.sviluppoeconomico.gov.it/dgerm/bphitalia.asp?txtAnno=2013&txtMese=2&txtGiorno=18

Tableau C [538]

Prix des actions													
		2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Prix par action - Bourse de Milan													
Maximum	(€)	15,60	17,15	15,75	18,75	24,96	25,73	28,33	26,93	18,35	18,56	18.42	18.70
Minimum	(€)	11,56	12,94	11,88	14,72	17,93	21,82	22,76	13,80	12,30	14,61	12.17	15.25
Moyen	(€)	14,10	15,29	13,64	16,94	21,60	23,83	25,10	21,43	16,59	16,39	15.95	17.18
Fin période	(€)	14,05	15,15	14,96	18,42	23,43	25,48	25,05	16,74	17,80	16,34	16.01	18.34
Prix pour ADR (a) - New York Stock Exchange													
Maximum	(USD)	69,70	82,11	94,98	126,45	151,35	67,69	78,29	84,14	54,45	53,89	53.74	49.44
Minimum	(USD)	52,50	60,90	66,15	92,35	118,50	54,65	60,22	37,22	31,07	35,37	32.98	36.85
Moyen	(USD)	63,22	72,20	77,44	105,60	134,02	59,97	68,80	63,38	46,36	43,56	44.41	44.24
Fin période	(USD)	61,96	78,49	94,98	125,84	139,46	67,28	72,43	47,82	50,61	43,74	41.27	49.14
Moyenne journalière des échanges	mln d'actions	17,4	19,4	22,0	20,0	28,5	26,2	30,5	28,70	27,88	20,69	22.85	15.63
Contrevaleur	mln euros	245,0	295,4	298,5	338,7	620,7	619,1	773,1	610,40	461,66	336,00	355.0	267.00
Numéro actions en circulation à fin période (b)	mln d'actions	3.846,9	3.795,1	3.772,3	3.770	3.727,3	3.680,4	3.656,8	3.622,4	3622,4	3.622,5	3,622.7	3,622.8
Capitalisations boursières (c)													
EUR	(mld)	54,0	57,5	56,4	69,4	87,3	93,8	91,6	60,6	64,5	59,2	58.0	66.4
USD	(mld)	48,1	60,4	71,1	94,9	104,0	117,8	264,9	173,2	183,3	79.2	75.0	87.7
(a) Dès le 10 janvier 2006 le rapport de conversion entre ADR (American Depositary Receipt, qui est une certification de dépôt américaine de la propriété d'un titre actionnaire d'une société autre qu'américaine; il sert à en consentir la commercialisation dans les bourses des Etats-Unis d'une façon pareille à celle des actions américaines) et actions ordinaires c'est de 1 ADR pour 2 actions ordinaires ENI dès 10 janvier 2006. Par avant, chaque ADR représentait 5 actions ordinaires ENI. Les valeurs des périodes précédentes n'ont pas été objet de vérification.													
(b) Avec l'exclusion des actions propres en portefeuille.													
(c) Produit du numéro des actions en circulation à fin période pour le prix de référence de bourse de fin période.													

[538] Source : ENI, site http://www.eni.com/it_IT/investor-relations/eni-borsa/dettaglio-azioni/dettaglio-azioni.shtml consulté le 11 mars 2011 pour les données de 2001 à 2010 et http://www.eni.com/it_IT/investor-relations/eni-borsa/dettaglio-azioni/dettaglio-azioni.shtml consulté le 10 août 2013 pour les données de 2003 à 2012.

Tableau D
Données pour action

Données pour action											
Données pour actions	**Italian GAAP**				**IFRS**						
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Profit [(a)]	(€)	1,98	1,20	1,48	1,87	2,34	2,49	2,73	2,43	1,21	1,74
Dividende	(€)	0,75	0,75	0,75	0,90	1,10	1,25	1,30	1,30	1,00	1,00
Dividendes payés [(b)]	(€ mln)	2.876	2.833	2.828	3.384	4.086	4.594	4.750	4.714	3.622	3.622
Cash flow	(€)	2,07	2,76	2,87	3,31	3,97	4,59	4,23	5,99	3,07	4,06
Dividend yield [(c)]	(%)	5,6	5,2	5,1	4,9	4,7	5,0	5,3	7,6	5,8	6,1
Profit par ADR [(d)]	(USD)	3,52	2,52	3,72	4,66	5,81	6,26	7,49	7,15	3,36	4,62
Dividende par ADR [(d)]	(USD)	1,48	1,71	1,83	2,17	2,74	3,14	3,56	3,82	2,79	2,65
Cash flow par ADR [(d)]	(USD)	3,68	5,79	7,22	8,96	9,40	11,53	11,60	17,63	8,56	10,77
Dividend yield par ADR [(c)]	(%)	6,2	5,8	5,0	5,0	4,7	5,0	5,3	7,6	5,8	6,1
Pay-out	(%)	37	62	51	48	46	50	47	53	83	57
Numéro d'actions à la fin de la période représentantes le capital social	(mln d'actions)	4.001,3	4.001,8	4.002,9	4.004,4	4.005,4	4.005,4	4.005,4	4.005,4	4.005,4	4.005,4
Numéro moyen d'actions en circulation pendant l'exercice (e) (entièrement dilué)	(mln d'actions)	3.911,9	3.826,9	3.778,4	3.771,7	3.763,4	3.701,3	3.669,2	3.638,9	3.622,4	3.622,5
TSR	(%)	6,0	13,1	4,3	28,5	35,3	14,8	3,2	(29,1)	13,7	(2,2)

(a) Calculé sur le numéro moyen des actions de l'ENI en circulation pendant l'exercice.
(b) Pour exercice de compétence. Le montant 2009 est estimé.
(c) Rapport entre dividende de compétence et moyenne des cotations du mois de décembre.
(d) 1 ADR représente 2 actions. Le donnés de profit et de cash flow en US $ sont convertis aux échanges moyens. Les données sur les dividendes en dollars sono convertis à l'échange de payement.
(e) Calculé en excluant les actions propres en portefeuille.

Tableau E

Liste des évaluations de la gouvernance de l'ENI données par les indices et les évaluateurs professionnels de 2000 à 2013

Deminor

En 2000 la société belge Deminor – qui s'occupe d'engagement des actionnaires, de protection des investisseurs, de récupération de pertes sur investissements et dans le domaine de la gouvernance d'entreprises[539] – citait le Groupe ENI parmi les meilleurs groupes qui avaient été capables d'interpréter et d'appliquer les règles de gouvernance d'entreprise en ce qui concernait la structure organisationnelle du conseil d'administration et des comités formés en son sein.[540]
En 2001 ENI terminait onzième et l'année suivante cinquième – et se confirma parmi les premières entreprises italiennes – dans le classement sur l'application des principes de gouvernance d'entreprise par les 50 sociétés cotées européennes avec la plus grande capitalisation boursière de l'indice Eurostoxx50, élaboré par la société d'investissement allemande DWS (groupe Deutsche Bank), en collaboration avec Deminor, qui indiqua ENI comme la seule société italienne dans le classement des trois premières entreprises qui avaient démontré de la sensibilité sur les questions des droits et devoirs des actionnaires, de transparence et relatives à la composition du conseil d'administration.

Dow Jones Sustainability

En 2007 ENI fut inclus dans les indices Dow Jones Sustainability Index. L'accès à Dow Jones contribua à établir que le niveau de la gouvernance d'entreprise avait toujours été en accord avec les normes de qualité les plus élevées. ENI fut confirmé de 2007 à 2013 sans interruption dans l'indice Dow Jones Sustainability World et de 2008 à 2013 dans le Dow Jones Sustainability Index Europe, où, en 2011, obtint une note de 4 sur 5. Il sont à souligner deux choses : quand cela se passa en 2007, était la première fois qu'une société italienne recevait cette fiche et, deuxième, quand le titre ENI fut inclus dans le DJSI STOXX, qui se réfère à des sociétés européennes, et y fut confirmé en 2010, il le fut d'une façon telle qu'en 2012 la gouvernance d'entreprise du groupe obtint un score de 92, comparativement à 93 des meilleurs de la classe, ce qui améliorait le score de 89 obtenu en 2011.

Forbes

En 2005, Eni fut confirmé parmi les premières entreprises – et la trentième des italienne – dans le classement des 2000 entreprises les plus grandes du monde dans le domaine des affaires et de la

[539] http://www.deminor.com/group/fr/le-groupe-deminor
[540] http://www.eni.com/it_IT/governance/sistema-e-regole/riconoscimenti-governance-eni/riconoscimenti-governance-eni.shtml, 2000.

finance développé par Forbes et obtint la 1ère place parmi les 8 entreprises italiennes présentes dans celui établi sur la base de l'indice S & P 350.

Fortune
Dans le classement fait par Fortune des 500 plus grandes entreprises dans le monde par le chiffre d'affaires en 2006, Eni fut classé en 27e place, et au deuxième rang parmi les 10 sociétés italiennes présentes dans cette classification.

FTSE4Good Index,
En 2007 ENI fut inclus outre que dans le Dow Jones Sustainability Index, dans le FTSE4Good Index, ce dernier étant l'indice principal de la durabilité, qui est accessible seulement aux entreprises qui démontrent sur la base du développement économique-financier, quelle est la gestion sociale durable de leurs activités. L'accès à ces indices, tel qu'à Dow Jones, a contribué à établir que le niveau de la gouvernance d'entreprise avait toujours été en accord avec les normes les plus élevées. ENI resta dans le FTSE4 en 2008, 2009, 2011, 2012 et 2013.

GMI
En 2003, GovernanceMetrics International – GMI – de New York, l'agence d'évaluation de la gouvernance d'entreprise la plus importante au monde, dans sa première note donna à Eni un score de 6 (sur un minimum de 1,0 et un maximum de 10,0), intéressant surtout par rapport à 6,5 donné globalement au marché italien.
L'année suivante GMI, en tenant compte de la gouvernance de 2100 entreprises du monde, dont 32 italiennes, donna à Eni une note de 6,5 calculé au niveau mondial. Dès alors, ENI commença hausser sa « note », car GMI couvraient en ce temps là 4200 entreprises internationales ; mais l'année suivante la note donnée à ENI baissa à 8,5 sur 10.

H & M Webranking
En Décembre 2009 Eni fut confirmé, pour la deuxième année consécutive, à la première place dans
« H & M Webranking Italie Top100 » et dans « H & M Webranking Prix Europe 2009 », un classement qui récompensait la qualité de la communication d'entreprise de sites web d'entreprise des 100 plus grandes entreprises italiennes et des 500 plus grandes entreprises européennes par capitalisation boursière.
En 2010, pour la troisième année consécutive, ENI, avec 87,75 points sur 100, remporta le titre de meilleure entreprise dans la communication financière en ligne à la fois dans la recherche annuel H & M Webranking 2010 Italie Top100 et dans le H & M Webranking 2010, Europe Top500. En particulier, la section sur la gouvernance d'entreprise de l'ENI avait obtenu un score de 6 à 6,5, en se confirmant la meilleure dans le H & H Webranking 2010 Italie Top100 et la troisième dans le H & M Webranking 2010, Europe Top500.

Hallvarsson & Halvarsson
Selon Hallvarsson & Halvarsson, la société de communication financière qui a développé le classement sur la base des informations transmises par une pluralité d'analystes, investisseurs et journalistes de toute l'Europe, en Novembre 2008 ENI atteignit la deuxième place dans l'accountability Rating Italie – 2008, et confirmait cette position en 2009. Celui-ci était un classement évaluant le niveau de responsabilité des entreprises et donc leur responsabilité envers

les parties prenantes, ce qui signifie la capacité d'expliquer et de justifier leurs actions et de prendre la responsabilité envers les personnes qui ont des intérêts à l'égard de la société. La note de l'ENI dans le domaine de la gouvernance et de gestion de systèmes augmentait de 17,1 à 17,9 à 25.

Petroleum Economist

En 2007 Eni eut aussi le Prix Petroleum Economist pour la transparence des communications de l'entreprise, dans un concours qui eut parmi les finalistes aussi BP, BG Group, China Light & Power Group et le groupe EDF. Il s'agissait d'un prix décerné chaque année à l'entreprise qui avait démontré l'amélioration la plus évidente face à l'année précédente en termes de transparence, d'approche de l'information financière et de la représentation de l'entreprise.

KWD Webranking - Lundquist - Bowen Craggs

En 2011 ENI pour la quatrième année consécutive fut au sommet du classement établi par les grandes entreprises Webranking : KWD Webranking – Lundquist – Bowen Craggs, avec une note globale de 7,5 sur 8, une satisfaction particulière pour la transparence et l'exhaustivité de l'information relative au conseil et des comités du conseil et aux règlements administratifs, au rapport sur la gouvernance d'entreprise, aux contrôles externes et aux politiques de rémunération et de traitement interne.

En 2012, pour la cinquième année consécutive, ENI resta au sommet, surtout grâce à la section sur la gouvernance d'entreprise, avec une note globale de 11 sur 12.

Enfin, en 2013, Eni obtint la première place dans KWD Webranking 2013 avec un score de 88,8 sur 100, qui est considéré comme l'un des accomplissements les plus élevés. Eni, avec un engagement continu durant des années, est aujourd'hui le leader de ce classement.

ENI est également au premier rang dans l'Indice de Bowen Craggs Financial Times, qui évalue l'efficacité de la communication en ligne des plus grandes sociétés dans le monde sélectionnées par l'indice FT Global 500. Le résultat est particulièrement agréable car il est un des prix les plus prestigieux que le portail Eni a atteint au cours des huit années de 2006 à 2013.

Bibliographie

Celle-ci est la liste alphabétique de toutes 361 sources utilisées ; à suivre on a la bibliographie spécifique relative aux bilans et aux situations des différents trimestres; la bibliographie selon la matière est naturellement dans les notes pied-de-page chapitre par chapitre. Le numéro des communiqués officiels de l'ENI qu'on a consulté mais que ne sont pas en liste ici est de 773 pendant la période de 2000 à 2013.

AFFINITO, Massimiliano, - DE CECCO, Marcello – DRINGOLI, Angelo, *Le privatizzazioni nell'industria manifatturiera italiana*, Roma, Donzelli, 2000 ;

AGRUSTI, Giovanni, "La valutazione delle azioni e delle quote di società in ipotesi di recesso", dans FOSSATI, S. (sous la diréction de), *La Valutazione d'Azienda: Metodi, Modelli e Casi Applicativi*, Acte de la journée d'études IRCDEC, Naples, 2010;

Al via i corporate bond Eni: nuova emissione dedicata ai risparmiatori italiani, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 9 septembre 2011, dans www.eni.com ;

Al via i corporate bond Eni: nuova emissione dedicata ai risparmiatori italiani, communication officielle de l'ENI, San Donato Milanese, 9 séptembre 2011, http://obbligazioni-2011.eni.com ;

ALBERTI, Mario, *La grande crisi – analisi dei fatti generali e tecnici e dei fattori psicologico-morali degli svolgimenti economici dal 1914 al 1934*, Milano, il Corbaccio, 1934 ;

ALTMAN, Edward I. – HALDEMAN, R. – NARAYANAN, P., "Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations," dans "Journal of Banking & Finance", no. 1, 1977 ;

ALTMAN, Edward I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy" dans "Journal of Finance", September 1968 ;

ALTMAN, Edward I., "Corporate Distress Prediction Models in a Turbulent Economic and Basel II Environment", New York University (NYU) - Salomon Center, New York University - Department of Finance, September 2002, NYU working paper No S-CDM-02-11 ;

ALTMAN, Edward I., "Predicting Financial Distress Of Companies: Revisiting The Z-Score and Zeta Models," July 2000 ;

AMADUZZI, Aldo, *Il pensiero scientifico di Gino Zappa,* dans « Saggi di Economia Aziendale e Sociale in memoria di Gino Zappa », Milano, Giuffré, 1961 ;

AMODEO, Domenico, "Avviamento e riserva occulta: un accostamento", dans *Studi di Ragioneria e Tecnica economia – scritti in onore del professor Alberto Ceccherelli*, Firenze, Le Monnier, 1960 ;

AMODEO, Domenico, *Contributo alla teoria delle valutazioni nei bilanci d'esercizio*, Naples, Giannini, 1938 ;

ANGELINI, Andrea; "ENI: lo Stato italiano è in minoranza", de 17 mai 2013, dans le site internet http://coriintempesta.altervista.org/blog/eni-lo-stato-italiano-e-in-minoranza/ ;

ANSA, "Faro Antitrust su Eni per possibile abuso posizione dominante", su www.ANSA.it, de 8 mars 2012, à 18,59 heures.

ANSA, "Libia, ENI: 1 anno per livelli pre-guerra", communication de l'Agence, Roma, 6 octobre 2011, www.ansa.it ;

Audizione al Senato della Repubblica di Paolo Scaroni, Amministratore Delegato Eni su: Strategia Energetica Nazionale, Roma 10 ottobre 2012, Roma ENI, 2012 ;

BAIGUERA, Franco, "La valutazione d'azienda con il metodo finanziario", dans "Informatore Pirola" n° 41/2005 de 31 octobre 2005 ;

BAIGUERA, Franco, "La valutazione d'azienda con il metodo misto patrimoniale", dans "Informatore Pirola" n° 36/2005 de 26 septembre 2005 ;

BAIN, Joe Staten, *Industrial organization,* 2nd edition, New York, John Wiley and Sons, 1968 ;

BALDI, Gianni, *I potenti del sistema, o il sistema dei potenti*, Milano, Arnoldo Mondadori editore, 1976 ;

BANCA D'ITALIA, *Relazione del Governatore sull'esercizio 1992*, Roma, Banca d'Italia, 1993 ;

BANCA D'ITALIA, *Relazione del Governatore sull'esercizio 1999*, Roma, Banca d'Italia, 2000 ;

BANCE, Philippe, « Privatisations du patrimoine public et politiques économiques », dans la «Revue d'économie industrielle », Vol. 46, 4e trimestre 1988 ;

BANDERALI, Franco, *La valutazione d'azienda con il metodo reddituale e con il metodo patrimoniale complesso* , Lodi, Misterfisco, 2006 ;

BARCA, Fabrizio, *Il capitalismo italiano, storia di un compromesso senza riforme*, Roma, Donzelli, 1999 ;

BARNEA, A. – HAUGEN, R. A. – SENBET, L. W., *Agency Problems and financial contracting*, Englewood Cliffs, NJ, Prentice Hall, 1985

BARNEA, Amir – HAUGEN, Robert A. – SENBET, Lemma W., *Agency Problems and financial contracting*, Englewood Cliffs, NJ, Prentice Hall, 1985 ;
BARUCCI, Emilio - PIEROBON, Federico, "Le privatizzazioni in Italia: progetto o navigazione a vista? Recupero di efficienza o rendita?", dans "Economia italiana", n° 3, 2007 ;
BAUER, R. – GUENSTER, N. - OTTEN, R., *Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance*, (October 23, 2003). EFMA 2004 Basel Meetings Paper .
BAUMOL, William Jack, *Business Behaviour, Value and Growth*, New York, MacMillan, 1959.
BEAVER, William H., "Financial Ratios As Predictors of Failure" dans "Journal of Accounting Research", Vol. 4, 1966 ;
BERLE, Adolf – MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace and World, 1967.
BERNOULLI, Daniel, « Specimen theoriae novae de mensura sortis », translated into German and English 1. "Die Grundlage der modernen Wertlehre : Versuch einer neuen Theorie der Wertbestimmung von Glücksfällen"; German translation by Alfred Pringsheim, with an introduction by Ludwig Fick; 2. "Exposition of a new theory on the measurement of risk". English translation by Louise Sommer, from "Econometrica", vol. 22, 1954, Farnborough Hants, Gregg press, 1967;
BESTA, Fabio, *La Ragioneria*, Milano, Vallardi, 1922 ;
BHAGAT, Sanjai - BLACK, Bernard, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, Business Lawyer n. 54, 1999;
BIANCHI, Giorgio, "Metodologie di valutazione dell'azienda - Metodi di valutazione adottabili nella stima del valore dell'azienda - La determinazione del valore della partecipazione", in "Quotidiano Giuridico" du 18 may 2006 ;
BOREL, Emile, *Probabilité et certitude* , Paris, Que sais-je ?, 1950 ;
BORGHI, Claudio, "Nella guerra in Libia sono in gioco 20 miliardi Ecco perché all'Italia conviene stare coi ribelli" dans "il Giornale" de 29 avril 2011, www.ilgiornale.it ;
BORTOLOTTI, Bernardo – FANTINI, Marcella – SINISCALCO, Domenico, *Privatisation Around the World: New Evidence from Panel Data*, nota di lavoro 77.2001, Milano, Fondazione Eni Enrico Mattei, 2001 ;
BOULDING, Kenneth, "General Systems Theory – the Skeleton of Science", dans "*Management Science"*, n° 2, 3, Avril 1956 ;
BOZZO, Gian Battista, "Nella lotta per il petrolio l'Italia rischia di più", dans "il Giornale", de 21 mars 2011, www.ilgiornale.it ;
BRAMBILLA, Alberto, "La voglia europea di gas e il gioco energetico del Caucaso", dans "Il Foglio", de 13 août 2013
BRANCO, Fernando - MELLO, Antonio S., A *Theory of Partial Sales and Underpricing in Privatizations*, Cambridge (Mass.), Sloan School of Management, MIT, 1991 ;
BRUNI, Luigi – COLITTI, Marcello, *La politica petrolifera italiana*, Milano, Giuffré, 1967 ;
BUBBI, Luca, *La valutazione delle aziende in Francia*, dans GUATRI, Luigi, *La valutazione delle aziende – teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Varese, IGEA, 1995 ;
BUCCIANTI, Giovanni, *Enrico Mattei: assalto al potere petrolifero mondiale*, Milano, Giuffrè, 2005 ;
BUCHER, Markus H., - ELMIGER, Stefan et alii, *La valutazione d'azienda: Direttive e principi per gli esperti*, s.i. ;
BUSH, George W., *Executive Order 12803 - Infrastructure Privatization*, de 30 avril 1992, issu par le président des Etats Unis, cfr. http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=23625 ;
CAMERA, Maddalena, "Libia, Eni riavvia la produzione e apre 15 pozzi In inverno tornerà attivo il gasdotto con l'Italia", dans "Il Giornale" de 27 septembre 2011, www.ilgiornale.it ;
CAMERANO, Simona – Carriero, Alberto (sous la diréction de), *Gas naturale - Marzo 2013; Il mercato del gas naturale in Italia: lo sviluppo delle infrastrutture nel contesto europeo*, Roma, Cassa Depositi e Prestiti, 2013 ;
CAMPAGNOLO, Gilles, *Critique de l'économie politique classique : Marx, Menger et l'École historique*, Paris, PUF, collection « Fondements de la politique », 2004 ;
CARUSO, Eugenio, "Privatizzazione delle imprese di Stato: errori e superficialità", dans "Impresa Oggi", de 25 avril 2004; http://www.impresaoggi.com/ ;
CASTRONOVO, Valerio (sous la direction de), *Grandi e piccoli borghesi*, Bari, Laterza, 1988 ;
CASTRONOVO, Valerio, *Arturo Osio e la Banca Nazionale del Lavoro*, in CASTRONOVO, V. (sous la direction de), *Grandi e piccoli borghesi*, Bari, Laterza, 1988 ;
CASTRONOVO, Valerio, *L'Agip e gli esordi di Enrico Mattei*, in CASTRONOVO, V. (sous la direction de), *Grandi e piccoli borghesi*, Bari, Laterza, 1988 ;
CASTRONOVO, Valerio, *Storia economica d'Italia dall'Ottocento ai giorni nostri*, Torino, Einaudi, 1995;
CAZZULANI, Matteo, "Eni e Gazprom rinnovano i contratti. tutto tace su una questione di sicurezza nazionale", dans "La guerra del gas" article de blog de 2 mars 2012, dans http://matteocazzulani.wordpress.com/category/guerra-del-gas/
CER/IRS, *Terzo rapporto sull'industria e la politica industriale italiana*, Bologna, Il Mulino, 1989 ;
CERBONI, Giuseppe, *Cagioni che impedirono ed impediscono lo assetto della contabilità delle imposte dirette*, Firenze 1869 ;

CERBONI, Giuseppe, *La ragioneria scientifica e le sue relazioni con le discipline amministrative e sociali*, Roma-Firenze, Loescher, 1886 ;
CERBONI, Giuseppe, *Logismografia*. *Ricomposizione dei progetti e degli esempi proposti per introdurre la scrittura in partita doppia comune nella contabilità generale del Regno d'Italia*, Roma, 1878 ;
CERBONI, Giuseppe, *Quadro di contabilità per l'applicazione della partita doppia (metodo logismografico) della Ragioneria Generale dello Stato*, Roma, Stamperia Reale, 1877 ;
CERBONI, Giuseppe, *Regolamento di dettaglio per l'amministrazione della compagnia e del magazzino d'abbigliamento dell'I*. *R*. *Gendarmeria toscana*, Firenze, 1851 ;
CERBONI, Giuseppe, *Relazione sullo stato militare di Toscana e rendimento di conti della correspettiva amministrazione dal 1° genn*. *1859 al 31 marzo 1860*, Firenze, 1861 ;
CERBONI, Giuseppe, *Saggio riassuntivo dei concetti filologico-tecnici formanti il sistema grafico-razionale logismografico per le funzioni e pei fatti amministrativi dell'azienda economica*, Roma, tipografia elzeviriana, 1902 ;
CERBONI, Giuseppe, *Sull'ordinamento della contabilità dello Stato*, Firenze, 1866 ;
CHABANAS, Nicole - VERGEAU, Eric, « Nationalisations et privatisations depuis 50 ans », dans "Insee Première", n° 440, 1996 ;
CHARREAUX, G. - DESBRIERES, P., *Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale,* Working Papers FARGO 0970801, Université de Bourgogne 1997 ;
CHARREAUX, Gérard - PITOL-BELIN, Jean-Pierre, *Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires*, Dijon, IAE - Faculté de Science Economique et de Gestion, 1991.
CHARREAUX, Gérard (éd.), *Le gouvernement des entreprises*, Economica, 1997 ;
CHARREAUX, Gérard, *Structure de propriété, relation d'agence et performance financière*, Dijon, CREGO-IAE, 1989 ;
CHIRI, Salvatore – PANETTA, Fabio, "Privatizzare: come?", dans AAVV, *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali*, Roma, Banca d'Italia, 1994 ;
CIAPPEI, Cristiano – POGGI, Alessandro, *Apprendimento ed agire strategico d'impresa: il governo delle dinamiche conoscitive nella complessità aziendale*, Padova, ed. Cedam, 1997 ;
CIAPPEI, Cristiano, *Corso di Strategia d'impresa*, Firenze, Unversità degli Studi di Firenze, 2003 ;
CIPE, Délibération du 25 mars 1992 "*Trasformazione in società per azioni degli enti di gestione delle partecipazioni statali e degli altri enti pubblici economici nonché delle aziende autonome statali, da attuarsi in conformità agli indirizzi di politica economica ed industriale deliberati dal CIPE, ai sensi dell'art. 1 del decreto-legge 5 dicembre 1991, n. 386, convertito, senza modificazioni, con legge 29 gennaio 1992, n. 35*", publiée dans « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana » de 2 avril 1992, n° 78 ;
CIPE, Délibération du 30 décembre 1992, *Direttive concernenti le modalità e le procedure di cessione delle partecipazioni dello Stato nelle società per azioni derivanti dalla trasformazione degli enti pubblici economici e delle aziende autonome*, publiée dans « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 4 février 1993, n° 28 ;
Codice civile con la Costituzione e le principali leggi speciali, publié par Rosario Nicolò et Adolfo di Majo, Milano, Giuffré, 1981 ;
COLITTI, Marcello, *Energia e sviluppo in Italia: la vicenda di Enrico Mattei*, De Donato, Bari, 1979 ;
Communication de la commission européenne aux États membres sur les entreprises publiques de l'industrie manufacturière, publiée sur « Journal Officiel », C 307 de 13. 11. 1993 ;
CONFINDUSTRIA, *Indagine conoscitiva sul processo di privatizzazione in Italia – audizione di Confindustria alla Commissione Bilancio della Camera dei Deputati*, Roma, Confindustria, 18 maggio 2004 ;
CORAPI, Diego, *Italie : une affaire politique*, in DION, F. (sous la direction de), *Les privatisations en France, en Allemagne, en Grande-Bretagne et en Italie*, Paris, Université de Paris V, Les études de la documentation Française, 1995 ;
CORDELLIER, Serge – LAU, Elisabeth (sous la direction de), *L'état de la France 2000-2001*, Paris, La découverte, 2000 ;
CORONELLA, Stefano, *Biografie di ragionieri illustri*, Naples, Università Parthenope, s.d. ;
Corte Costituzionale, *Sentenza n° 466*, emanata a Roma il 17 dicembre 1993 et depositata alla Cancelleria della Corte il 28 dicembre 1993;
CORTESI, Alessandro, *Processi e metodologie di valutazione: un quadro di sintesi*, in FOSSATI, S. (sous la diréction de), *La Valutazione d'Azienda: Metodi, Modelli e Casi Applicativi*, Acte de la journée d'études IRCDEC, Naples, 2010 ;
COSTAMAGNA Claudio, "L'obiettivo è la public company", dans "Il Mulino", n° 1, 1993;
COTRUPI, Elena, "Scaroni - Eni, una sintesi del suo intervento all'Atlantic Council di Washington", dans "Crisi economica info", de 18 juillet 2013, http://www.crisieconomica.info/IT/msnd/scaroni-eni-una-sintesi-del-suo-intervento-all-atlantic-council/302c43053f7d4901bb8bc88329c84d4a.html;
Cour de justice des Communautés européennes, arrêt du 1e avril 2004, dans l'affaire c. 99/02 : Commission des Communautés Européennes / République italienne ;
Cour de justice des Communautés européennes, arrêt du 21 mars 1991 dans l'affaire 303/88: Italie contre Commission et Rec. 1991 ;
COVARRUBIAS Y LEYVA, Diego de, *Veterum numismatum Collatio (de re monetaria)*, Granada, 1556 ;

COZZI, Goffredo, *Le compagnie petrolifere estere in Italia*, dans, DE FELICE, R. (sous la direction de), *L'economia italiana tra le due guerre: 1919-1939*, Roma, IPSOA, 1984 ;
CREPAX, Nicola, *Storia dell'industria italiana*, Bologna, Il Mulino, collana "le vie della civiltà", 2002 ;
D'IPPOLITO, Teodoro, *L'avviamento: la valutazione delle aziende avviate e di quote parti di esse. L'avviamento commerciale e l'avviamento imponibile fiscalmente,* Palermo, Abbaco, 1963 ;
D'IPPOLITO, Teodoro, *La valutazione delle aziende in avviamento*, Milano, Giuffré, 1936 ;
DANGEARD, Frank-Emmanuel, *Nationalisations et dénationalisations en Grande-Bretagne*, Paris, La documentation française, Notes et études documentaires, n° 4739-4740, 1983 ;
DAVANZATI, Bernardo, *Lezione delle monete*, Milano, nella stamperia e fonderia di G.G. Destefanis, 1804 ;
DE FELICE, Renzo (sous la direction de), *L'economia italiana tra le due guerre: 1919-1939*, Roma, IPSOA, 1984 ;
DE FRANCESCO, Gian Maria, "Eni avverte: «Rischio gas in vista se ci saranno altre crisi politiche»", dans "il Giornale", de 9 juin 2011, www.ilgiornale.it ;
DE FRANCESCO, Gian Maria, "Eni in cima al podio per fatturato e utili", dans "il Giornale", de 27 octobre 2011, http://www.ilgiornale.it/news/eni-cima-podio-fatturato-e-utili.html ;
DE FRANCESCO, Gian Maria, "Eni, utili record nel 2012 - Saipem ora non si vende", dans "il Giornale", de 16 février 2013;
DE MINICO, Lorenzo, "Una picconata all'avviamento", dans "Economia Aziendale", anno I, numéros, 3-4-5, janvier-mars, 1946 ;
DE MONTIS, Luisa, "Crisi, l'Eni chiude per 12 mesi parte della raffineria di Gela", dans "Il Giornale", de 17 avril 2012 ;
De NARDIS, Sergio, "Privatizzazioni, liberalizzazioni, sviluppo", dans DE NARDIS, S. (sous la direction de), *Le privatizzazioni italiane*, Bologna, il Mulino, 2000 ;
DE PASCALE, Alessandro, "Nuovi guai per Scaroni – petrolio non olet", su "La voce delle voci", de 15 octobre 2011, http://www.lavocedellevoci.it/inchieste1.php?id=457
Decisione della Commissione relativa a un procedimento a norma dell'articolo 102 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea e dell'articolo 54 dell'accordo SEE (Caso COMP/39.315 – ENI), dans http://ec.europa.eu/competition/antitrust/cases/dec_docs/39315/39315_3021_9.pdf ;
Décret du Président de la République 31 mars 1988, n° 148, *Approvazione del testo unico delle norme di legge in materia valutaria*, publié dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana », de 10 mai 1988, n° 108 ;
Décret-loi 23 avril 1993, n° 118, *Disposizioni urgenti per la soppressione del Ministero delle Partecipazioni statali e per il riordino di IRI, ENI, ENEL, IMI, BNL e INA*, dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 24 avril 1993, n° 95 ;
Décret-loi 29 septembre 1987 n° 454, *Disposizioni in materia valutaria, ai sensi dell'art. 1 della legge 26 settembre 1986, n. 599*; publié dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana » de 5 novembre 1987, n° 259 ;
Décret-loi 3 octobre 1991, n° 309, *Trasformazione degli enti pubblici economici e cessione delle partecipazioni di Stato*, publié dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 6 décembre 1991, n° 286 ;
Décret-loi 31 mai 1994, n° 332, *norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni,* dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 1° juin 1994, n° 126 ;
Décret-loi n° 198, de 21 juin 1993, *Norme urgenti sull'accertamento definitivo del capitale iniziale degli enti pubblici trasformati in società per azioni, ai sensi del capo III del decreto-legge 11 luglio 1992, n. 333*, dans la «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 22 juin 1993, n° 144 ;
Décret-loi n° 26, de 30 janvier 1979, *Provvedimenti urgenti per l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana » n° 36 de 6 février 1979;
Décret-Loi n° 333 de 11 juillet 1992, *Misure urgenti per il risanamento della finanza pubblica*, publié dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana » de 11 juillet 1992, n° 162 ;
Décret-loi n° 386, de 5 décembre 1991, *Trasformazione degli enti pubblici economici, dismissione delle partecipazioni statali ed alienazione di beni patrimoniali suscettibili di gestione economica*, publié dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », de 6 décembre 1991, n° 286 ;
DEL PUNTA, Veniero (sous la direction de), *Principi di scienze economiche*, 3 vol., Florence, D'Anna, 1986 ;
DEMSETZ, Harold, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", dans "Journal of Law and Economics", Juin 1983, Vol. 26;
DIERICKX, Ingemar – COOL, Karel, "Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage", dans "Management Science," vol. 35, n° 12, December 1989 ;
DION, Fabrice (sous la direction de), *Les privatisations en France, en Allemagne, en Grande-Bretagne et en Italie*, Paris, Université de Paris V, Les études de la documentation Française, 1995 ;
Directive du 30 juin 1993, con cui *il Presidente del consiglio dei ministri ha proceduto alla cessione delle partecipazioni del Tesoro nella Banca commerciale italiana, Credito italiano, ENEL, IMI, Stet, Ina e Agip*;
Directive du Conseil européen 2003/54 de 26 Juin 2003 concernant les règles communes pour le marché intérieur dans le domaine électrique, publiée sur le Journal Officiel 2003 L176/37 ;

Directive du Président du Conseil des Ministres de 30 juin 1993, *Accelerazione delle procedure di cessione nelle partecipazioni di Stato nelle S.p.a. derivanti dalla trasformazione degli enti pubblici economici*, publiée dans la «Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana » de 5 juillet 1993, n° 155 ;
Emissione obbligazionaria a tasso fisso, San Donato Milanese (MI), 20 juin 2012, dans ww.eni.com;
Eni annuncia la scoperta di un giacimento giant di gas naturale nell'offshore del Mozambico, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 20 octobre 2011, dans www.eni.com ;
Eni aumenta del 50% la scoperta di gas di Mamba Sud in Mozambico, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 27 octobre 2011, dans www.eni.com ;
Eni avvia l'emissione di bond convertibili in azioni ordinarie di Snam S.p.A., communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese (MI), 15 janvier 2013, dans ww.eni.com ;
Eni completa la cessione della partecipazione in TAG, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 22 décembre 2011, dans www.eni.com ;
Eni e Gazprom firmano accordo per l'ingresso della compagnia francese EdF nel progetto South Stream, communiqué officiel de l'ENI, Rome, 3 décembre 2009, dans www.eni.com ;
Eni e Gazprom hanno raggiunto un accordo per la riduzione dei prezzi delle forniture di gas russo per il 2013, communiqué officiel de l'ENI, Saint Petersbourg, 21 juin 2013, dans www.eni.com ;
Eni ed Enel completano la cessione a Gazprom del 51% di SeverEnergia, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 23 septembre 2009, dans www.eni.com ;
Eni firma con Gazprom nuovi accordi di cooperazione strategica in campo energetico, communiqué officiel de l'ENI, Moscou, 7 avril 2009, dans www.eni.com ;
Eni: chiusa con successo offerta bond dedicata ai risparmiatori italiani, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 7 octobre 2011, dans www.eni.com ;
Eni: completata la vendita di azioni Gazprom Neft, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 24 avril 2009, dans www.eni.com ;
Eni: emissione obbligazionaria a tasso fisso, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese (MI), 27 gennaio 2012, dans ww.eni.com ;
Eni: emissione obbligazionaria a tasso fisso, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese (MI), 15 janvier 2013, dans ww.eni.com ;
ENI: firmato accordo per la vendita del 5% di Galp Energia ad Amorim energia e uscita dal patto parasociale, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 27 mars 2012 ;
Eni: raggiunto accordo con Gazprom su prezzi forniture gas 2013 ;
Eni: raggiunto accordo con Gazprom sui contratti di fornitura gas e discusse le azioni per l'avvio della costruzione di South Stream, communiqué officiel de l'ENI, Moscou, 1er mars 2012, dans www.eni.com ;
Eni: raggiunto accordo con Sonatrach su contratto gas Nell'ambito dell'accordo, Eni e Sonatrach ridurranno alcune quantità dei volumi contrattuali di gas destinati all'Italia, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 28 mai 2013, dans www.eni.com;
ExxonMobil, *2011 Financial Statements and Supplemental Information for the Fiscal Year Ended December 31, 2011*, Exxonmobil, s.l., 2011 ;
Fama, Eugene Francis et Jensen, Michael C., "Separation of Ownership and Control", dans "Journal of Law and Economics, Vol. 26, juin 1983 ;
FAMA, E.F. et JENSEN, M.C., "Organizational Forms and Investment Decisions", publié dans "Journal of Financial Economics", Vol.14, n°1, 1985;
Fama, Eugene Francis et Jensen, Michael C. "Agency Problems and Residual Claims", dans "Journal of Law and Economics", Vol. 26, juin 1983 ;
FAVERO, Carlo Ambrogio, "Privatizzazione e stabilizzazione del debito pubblico in Italia", dans "Politica economica", n. 2/1992 ;
FAZZINO, Elysa, "Eni, Uganda e Iraq due affari chiave per il prossimo decennio", dans "il sole 24 ore", de 10 janvier 2010, http://www.ilsole24ore.com/homepage.shtml ;
FAZZO, Luca, "La denuncia del capo della sicurezza dell'Eni: "Nostri pozzi assediati da Al Qaida e anarchici", dans "Il Giornale", de 23 mai 2011, www.ilgiornale.it ;
FERRERO, Giovanni, *Istituzioni d'economia d'azienda*, Milano, Giuffrè, 1968 ;
FISHER, Ronald Aylmer, "The Use of Multiple Measurements in Taxonomic Problems" dans "Annals of Eugenics" no. 7, 1936 ;
FONTANA, Franco - CAROLI, Matteo, *Economia e gestione delle imprese*, mcGraw Hill, 2009 ;
FORESTI, Giovanni, "Le privatizzazioni in Italia e nei principali paesi europei", dans "Note Centro Studi Confindustria", n° 01-3, de 15/6/2001 ;
Formalizzato contratto per la cessione del 30% meno un'azione di Snam a Cassa Depositi e Prestiti, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, de 15 juin 2012, dans www.eni.com ;

FORTE, Francesco, "Libia, e adesso Gheddafi vuole punire l'Italia Ecco i frutti della guerra: il raìs caccia l'Eni", dans "il Giornale", de 15 juillet 2011, www.ilgiornale.it ;
FOSSATI, Saverio (sous la diréction de), *La Valutazione d'Azienda: Metodi, Modelli e Casi Applicativi*, Acte de la journée d'études IRCDEC, Naples, 2010;
FULGHIERI, Paolo Antonio – ZINGALES, Luigi, "Privatizzazioni e struttura del controllo societario: il ruolo della "public company"", dans GIAVAZZI, F. - PENATI, A. – TABELLINI, G., (sous la diréction de), *Liberalizzazioni dei mercati e privatizzazioni*, Bologna, il Mulino, 1998 ;
FÜLÖP-MILLER, René, *Capitani, fanatici e ribelli*, Milano, Mondadori, 1936 ;
GAGGI, Massimo, "Convegno sul Britannia, sponsor la Regina - manager ed economisti invitati a un dibattito sul Mediterraneo, a bordo dello yacht della famiglia reale inglese", dans "Corriere della Sera", de 2 juin 1992, page 1 ;
GAGGI, Massimo, "Inglesi in cattedra: "Privatizzazioni? Fate come noi", dans "Corriere della Sera", de 3 juin 1992, page 24.
GALEOTTI, Marzio - SILEO, Antonio, "L'arma in più di ENI", dans "La voce", de 6 septembre 2012, http://www.lavoce.info/larma-in-piu-di-eni/ ;
GALIANI, Ferdinando, *De la Monnaie*, nouvelle édition analysée avec bibliographie, introduction et notes du livre par BOUSQUET, Georges Henri et CRISAFULLI, J., dir., Paris, Librairie M. Rivière, 1955 ;
GALIANI, Ferdinando, *Della moneta*, Milano, Feltrinelli, 1963 ;
GALLI, Giampaolo, "Privatizzazioni e riforma della regolamentazione in Italia," dans "Rivista Trimestrale di diritto pubblico", n° 2/1998 ;
GALLI, Giorgio, *La sfida perduta: biografia politica di Enrico Mattei*, Milano, Bompiani, 1976 ;
GARBELLANO, Salvatore, *Apprendere per innovare. Best practices, tendenze e metodologie nella formazione manageriale*, Milano, Franco Angeli, 2006 ;
GIAVAZZI, Francesco – PENATI, Alessandro – TABELLINI, Guido, (sous la diréction de), *Liberalizzazioni dei mercati e privatizzazioni*, Bologna, il Mulino, 1998 ;
GIAVAZZI, Francesco, "Privatizzazioni, liberalizzazione dei mercati e assetto proprietario delle imprese: alcuni falsi dilemmi", dans "Stato e Mercato", n° 47, août 1996 ;
GIDE, Charles – RIST, Charles, *Histoire des doctrines économiques - Tome 1. Des Physiocrates à J. Stuart Mill*, Paris, Editions Sirey, 7è édition, 1959 ;
GIOVANNELLI, Lucia, *La Valutazione d'azienda - osservazioni sull'evoluzione dottrinale*, Pisa, il Borghetto, 1995 ;
GOLDSTEIN, Andrea – NICOLETTI, Giuseppe, "Le privatizzazioni IN Italia 1992-1995: motivi, metodi, risultati", dans MONORCHIO, A. (sous la diréction de), *La finanza pubblica italiana dopo la svolta del 1992*, Bologna, Il Mulino, 1996 ;
GOLDSTEIN, Andrea, *Privatization in Italy 1993-2002: Goals, Institutions, Outcomes, and Outstanding Issues*, Proceedings of the CESifo Conference on Privatization Experiences in the EU, Cadenabbia, 1-2 novembre 2003 ;
GOMPERS, Paul A. – ISHII, Joy L. – METRICK, Andrew, *Corporate Governance and Equity Prices,* the Warton School, University of Pennsylvania, 2003,
GONELLA, Guido, *Dalla guerra alla ricostruzione*, Roma, Studium, 1983 ;
GONNARD, René, *Historie des doctrines économiques*, Paris, R. Pichon et R. Durand-Auzias, 1947 ;
GRIB, Natalia, "Eni-Gazprom, è rottura?", dans "Kommersant", rapporté dans "Russia oggi", http://russiaoggi.it/articles/2011/02/25/eni-gazprom_e_rottura_11966.html ;
GUATRI, Luigi – VICARI, Salvatore – FIOCCA, Renato, *Il marketing*, Milano, ed. Mc Graw-Hill, 1999 ;
GUATRI, Luigi, *La valutazione delle aziende – teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Varese, IGEA, 1995 ;
GUATRI, Luigi, *Trattato di economia delle aziende industriali*, Milano, ed. Egea, 1988 ;
GUECI, Salvatore, "Privatizzazioni e interesse pubblico", dans, "Rivista della Scuola superiore dell'economia e delle finanze", an VII, n° 2, avril-séptembre 2010 ;
GUIDI, Francesco – DI CESARE, Franco, "Caviaga a sessant'anni dalla scoperta", dans "L'industria mineraria" n° 1-2 2004 ;
HER MAJESTY'S TREASURE, *Implementing privatisations: the UK experience*, London, Her Majesty's Treasury and the London Stock Exchange, 1997 ;
I giacimenti petroliferi albanesi, dans "Le vie d'Italia", an XLVII, n° 11, novembre 1941 ;
Importante scoperta di idrocarburi nel Mare di Barents norvegese, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 1er avril 2011, dans www.eni.com ;
Incontro di lavoro tra Alexey Miller e Paolo Scaroni - durante l'incontro, che si è svolto in un clima cordiale e costruttivo, le parti hanno discusso della necessità di identificare delle soluzioni per fronteggiare lo stato attuale del mercato del gas europeo, communiqué officiel de l'ENI, Anapa, 7 décembre 2012, dans www.eni.com ;
Incontro di lavoro tra Eni e GazpromExport, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 27 décembre 2012, dans www.eni.com ;
INZERILLO, Ugo – MESSORI, Marcello, "Le privatizzazioni bancarie in Italia", dans DE NARDIS, S., (sous la diréction de), *Le privatizzazioni italiane*, Bologna il Mulino, 2000 ;
INZERILLO, Ugo - MESSORI, Marcello, *The Privatization of Banks in Italy: a Success Story?*, s.l., Mimeo, 2002 ;

IRS, *Rapporto IRS sul mercato azionario 1997*, Milano, Il sole 24 ore Libri, 1997 ;
ISTAT, *Compendio statistico italiano*, édition 1993, Roma, Istituto Centrale di Statistica, 1993 ;
JENSEN, Michael C. - MECKLING, William H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", dans "Journal of Financial Economics", Vol. 3, N° 4, octobre;
KAHN, Alfred – KAMERMAN, Sheila, (sous la diréction de), *Privatization and the Welfare State*, Princeton University Press, 1989 ;
KENDALL, Maurice George - BRADFORD HILL, Austin, "The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices", dans "Journal of the Royal Statistical Society", Series A (General), Vol. 116, No. 1 (1953) ;
KOSTORIS PADOA SCHIOPPA, Fiorella, "Budgetary policies and administrative reform in contemporary Italy", dans "Daedalus", printemps 2001 ;
KOTLER, Philip - ARMSTRONG, Gary - SAUNDERS, John - WONG, Veronica, *Principles of Marketing*, FT Prentice Hall, 3rd Revised edition, 2001 ;
KRUSICH, Carlo – LOTTI, Adriana – ROSSI, Marco, *Le privatizzazioni italiane: una analisi,* dans "Studi e note di economia", an V, n° 1/98 ;
LA SPINA, Antonio – MAJONE, Giandomenico, *Lo Stato regolatore*, Bologna, Il Mulino, 2000 ;
LAFFONT, Jean Jacques – MELEU, Mathieu, *A Positive Theory of Privatization for Sub-Sahara Africa*, Université de Toulouse, 1991 ;
LAMANNA DI SALVO, Domenico, *La problematica della valutazione dell'avviamento in caso di cessione d'azienda*, Bolzano, Libera Università, 2004 ;
LAURENZI, Laura, "Quella reggia sul mare romantica e spartana...", dans "La Repubblica", de 3 juin 1992, page 23 ;
Lawriwsky, Michael L, *Corporate Structure and Performance*, New York, St. Martin's Press, 1984
Libro bianco sulle privatizzazioni - 2001, Roma, Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione economica, 2001 ;
LO CICERO, Massimo – CERASUOLO, Simona, "Privatizzazioni e mercati finanziari" dans "Rassegna economica", n° 1, janvier-mars 1993 ;
LO PASSO, Francesco – MACCHIATI, Alfredo, "La ristrutturazione dell'impresa pubblica in Italia negli anni novanta. Il caso di IRI ed Eni", dans GIAVAZZI - PENATI - TABELLINI (sous la diréction de), *Liberalizzazioni dei mercati e privatizzazioni*, Bologna, il Mulino, 1998 ;
LOCKE, John, *Some Considerations of the consequences of the Lowering of Interest and the Raising the Value of Money In a letter sent to a Member of Parliament*, London, Printed for Awnsham and John Churchill, at the Black Swan in Pater-Noster-Row, 1691 ;
LOEFFLER, Elke – SOBCZAK, Dominik – HINE-HUGHES, Frankie, *Liberalisation and privatisation in the EU – Services of general interest and the roles of the public sector,* S.l., Office des publications de l'Union Européenne, 2012 ;
Loi 10 février 1953, n° 136, *Istituzione dell'Ente Nazionale Idrocarburi (E.n.i.)*, publiée dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana », n° 72, de 27 mars 1953 ;
Loi 12 août 1977, n° 675, *Provvedimenti per il coordinamento della politica industriale, la ristrutturazione, la riconversione e lo sviluppo del settore*, publiée dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », n° 243, de 7 septembre 1977 ;
Loi 21 octobre 1988, n° 455, *Depenalizzazione degli illeciti valutari*, publiée dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana », n° 255, de 29 octobre 1988 ;
Loi 27 février 1967, n° 48, *Attribuzioni e ordinamento del Ministero del bilancio e della programmazione economica e istituzione del Comitato dei Ministri per la programmazione economica,* publiée dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », n° 55, de 2 mars 1967 ;
Loi 27 octobre 1993, n° 432, *Istituzione del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato*, publiée dans « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », n° 257, de 2 novembre 1993;
Loi 29 janvier 1992, n° 35, *Conversione in legge del decreto-legge 5 dicembre 1991, n. 386, recante trasformazione degli enti pubblici economici, dismissione delle partecipazioni statali ed alienazione di beni patrimoniali suscettibili di gestione economica*, publiée dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », n° 24, de 30 janvier 1992 ;
Loi 30 juillet 1994, n° 474, *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni*, publiée dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », n° 177, de 30 juillet 1994;
Loi 8 août 1992, n° 359, *Misure urgenti per il risanamento della finanza pubblica*, publiée dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », n° 190, de 13 août 1992;
Loi 9 août 1993, n° 292, *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 21 giugno 1993,* n° 198*, recante norme urgenti sull'accertamento definitivo del capitale iniziale degli enti pubblici trasformati in società per azioni, ai sensi del capo III del decreto-legge 11 luglio 1992, n. 333, convertito, con modificazioni, dalla legge 8 agosto 1992, n. 359*, publiée dans la « Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana », n° 188, de 12 août 1993 ;
LONGANESI, Leo, *in piedi e seduti (1919-1943)*, Milan, Longanesi, 1968 ;

LOPEZ DE SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W. "Privatization in the United States", dans le "Rand Journal of Economics", 28, 1995 ;
LUCCHINI, Stefano, "Il coraggio di immaginare", discours de M Lucchini, directeur des Relations Internationales et de la Communication de l'ENI à l'assemblée de l'U.P.A. de 3 juillet 2013, dans http://www.primaonline.it/2013/07/03/168851/il-coraggio-di-immaginare-lintervento-di-stefano-lucchini-di-eni-allupa
MACCHIATI, Alfredo, *Privatizzazioni tra economia e politica*, Roma, Donzelli, 1996 ;
MAGINI, Manlio, *Nascita e sviluppo dell'AGIP*, dans, DE FELICE, R. (sous la direction de), *L'economia italiana tra le due guerre: 1919-1939*, Roma, IPSOA, 1984 ;
MAGNANI, Mario, *Risorse minerarie dell'Albania*, dans "Le vie d'Italia", an XLV, n° 11, novembre 1939 ;
MALGARINI, Marco, "Le privatizzazioni in Italia negli anni Novanta: una quantificazione", dans DE NARDIS, S., (sous la diréction de), *Le privatizzazioni italiane*, Bologna, il Mulino, 2000 ;
MANCA, Daniele, "Sul mercato 1 miliardo di Eni - Bernabé: la più grande privatizzazione del mondo. Utili record nel '95", dans "Corriere della Sera", de 29 octobre 1995, page 19 ;
MANZANA, Giacomo, *La valutazione d'azienda*, Parma, Gruppo 24ore, 2010 ;
MARCH, James G. – SIMON, Herbert A., *Organizations*, Blackwell, 1993 ;
MARKOWITZ, Henry, *Portfolio selection: efficient diversification of investments*, New York, John Wiley & Sons, 1959 ;
MARRO, Enrico, "ENI sposa Confindustria - muore l'ASAP (associazione sindacale delle aziende dell'ENI) e le aziende dell' ente petrolifero entrano nella confederazione privata. Cambiano rappresentanza sindacale 130 imprese che occupano 90 mila dipendenti. Con quest' ultimo accordo le imprese rappresentate dalla Confindustria salgono a circa 109mila dipendenti", dans "Corriere della sera", de 26 janvier 1994, page 21 ;
MARTUFI, Rita – VASAPOLLO, Luciano, "Rassegna sullo stato delle privatizzazioni: linee d'indagine", dans "Proteo", an X, n° 2/2007 ;
MARTUFI, Rita, "Lo stato delle privatizzazioni in Italia", dans "Proteo", an V, n° 2/2002 ;
MASERA, Rainer, "Le privatizzazioni in Italia" dans *Saggi di finanza- L'integrazione monetaria e finanziaria dell'Italia in Europa*, Milano, Il Sole-24 Ore Libri, 1996 ;
MASINI, Carlo, *Economia delle imprese industriali e rivalutazioni d'azienda*, Milano, Giuffré, 1963 ; MASINO, Giovanni, *Discussione casi aziendali – n. 5: ENI*, *La gestione delle persone nel Gruppo ENI,* Ferrara, Università degli Studi, facoltà d'economia, cattedra di Organizzazione e gestione delle risorse umane, 2002 ;
MASSA, Giovanni, *Trattato completo di ragioneria*, Milano, Gelmetti, 1908 ;
MASSARI, Mario - VISCIANO, Nunzio et alii, *Guida alla valutazione*, Milano, Borsa Italiana, 2004 ;
MAZZILLO Luigi (relatore), *Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche*, Roma, Corte dei conti - Sezione centrale di controllo sulla gestione delle amministrazioni dello Stato - Collegio di controllo sulle entrate, 10 febbraio 2010 ;
MEDIOBANCA, *Le principali società italiane*, Milano, 1992 ;
MEGGINSON, William L. – NETTER, Jeffry N. *From State to Market: a Survey of Empirical Studies on Privatization*, FEEM Note di Lavoro, n° 1, 1999 ;
MELON DE PRADOU, Jean-François, *Essai politique sur le commerce – nouvelle édition augmentée de sept chapitres & où les lacunes des éditions précédentes sont remplies*, s.i., 1736 ;
MESSORI, Marcello – PADOAN, Pier Carlo – ROSSI, Nicola, *Proposte per l'economia italiana*, Bari, Editori Laterza, 1998 ;
MICALESSIN, Gian, "Così il burattinaio Sarkozy ha regalato la Libia al Qatar", dans "Il Giornale", de 28 octobre 2011, www.ilgiornale.it ;
MICOSSI, Stefano, "Fuori dall'economia pubblica, via libera al mercato" dans "Il Mulino" n° 1, 1993 ;
MILANESE, Sara, "ENI: safari africano - 450mila i barili di olio equivalente che dall'Africa arrivano ogni giorno all'Eni", dans "Nigriza.it", de 13 août 2009, http://www.nigrizia.it/notizia/eni-safari-africano
MINISTERO DEL TESORO DELLA REPUBBLICA ITALIANA, *Offerta Pubblica di Vendita da un minimo di 400.000 a un massimo di 1.000.000 azioni ordinarie ENI*, Roma, 27 octobre 1995 ;
MINISTERO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA, *Rapporto sulle riforme economiche*, Roma, Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, 2000 ;
MINISTERO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA, *Libro Bianco sulle operazioni di privatizzazioni 1996-2001*, Roma, Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, 2001 ;
MINISTERO DEL TESORO, *Libro verde sulle partecipazioni dello Stato*, Roma, Ministero del Tesoro, 1992;
MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Documento di programmazione economica e finanziaria*, Roma, Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2001 ;
MINISTERO DELL'ECONOMIA E FINANZE, *Dimensione ENI 4*, communication du Ministère, Rome, 13 juin 1998, dans http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/?idc=230 ;
MINISTERO DELL'ECONOMIA E FINANZE, *Esito ENI 5*, communication du Ministère, Rome, 15 février 2001, dans http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/ ;

MINISTERO DELL'ECONOMIA E FINANZE, *Prezzo di collocamento eni3*, communication du Ministère, Rome, 21 juin 1997, dans http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/?idc=230 ;
MINISTERO DELL'ECONOMIA E FINANZE, *Prezzo di immissione sul mercato di eni3*, communication du Ministère, Rome, 14 juin 1997, dans http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/?idc=230 ;
MINISTERO DELL'ECONOMIA E FINANZE, *Risultato offerta azioni ENI*, communication du Ministère, Rome, 27 juin 1998 dans http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/?idc=381 ;
MINTZBERG, Henry, *The Structuring of Organizations: A Synthesis of the Research*, Prentice-Hall, 1979 ;
MONDANI, Paolo – FORNONI, Giorgio, "Report: Indagine di Report sugli affari dell'Eni", transmis par Rai3, Rome, 16 décembre 2012, dans http://www.report.rai.it/dl/Report/puntata/ContentItem-559554ac-2703-4fa1-b41d-e3a6fb6a01a0.html ;
MONORCHIO, Andrea (sous la diréction de), *La finanza pubblica italiana dopo la svolta del 1992*, Bologna, Il Mulino, 1996 ;
MONTAGNANI, Piero, *Il petrolio italiano*, Roma, Editori Riuniti, 1955 ;
MONTI, Mario, *L'Italia e il mercato mondiale del petrolio*, Roma, Tipografia sallustiana, 1930 ;
Moody's riduce rating Eni, communiqué officiel de l'ENI, San Donato Milanese, 7 octobre 2011, dans www.eni.com ;
MUCCHETTI, Massimo, "Caro energia: il grande inganno dei sussidi", dans "Corriere della sera", de 12 janvier 2012 ;
MUCCHETTI, Massimo, "Eni alla campagna di Russia. I contratti (a ostacoli) del gas", dans "Corriere della sera", de 27 mars 2011 ;
NELSON, Richard R. – WINTER, Sidney G., *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press, 1982 ;
"Nigeria: gasdotto del Sahara, i Russi ci credono", dans "Nigrizia" de 26/11/2010, dans http://news-nigeria.blogspot.it/2010_12_01_archive.html ;
NOUSCHI, André, *Le lotte per il petrolio nel Medio Oriente*, Milano, Mursia, 1971 ;
NUGOLI, Lando, *Il petrolio in Albania*, dans "Le vie d'Italia", an XLVI, n° 5, mai 1940 ;
Nuova intesa Eni - Gazprom, communiqué officiel de l'ENI, Soci, 14 mai 2009, dans www.eni.com.
OECD – Negotiating Group on the Multilateral Agreement on Investment (MAI), Expert Group No.3 on "Special Topics", *Privatisation*, Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development/ Organisation de Coopération et de Développement Economiques, 2 Septembre 1996 ;
OECD, *Regulatory reform in Italy*, Paris, 2001 ;
Œuvres de Turgot et documents le concernant avec Biographie et Notes par Gustav Schelle, tome III (*Turgot intendant de Limoges, 1768-1774*), Paris, Librairie Félix Alcan, 1919 ;
OLITA, Salvatore, (sous la diréction de), *Liberalismo, luci ed ombre*, *Rapporto 2001*, 2° rapporto sul processo di liberalizzazione della società italiana, Roma, Società Libera, 2001 ;
ONIDA, Pietro, *I finanziamenti iniziali d'impresa*, Milano, istituto Editoriale Scientifico, 1931 ;
ONIDA, Pietro, *Il bilancio delle imprese*, Milano, Giuffré, 1951 ;
PACIOLI, Luca Bartolomeo de', *Summa de arithmetica, geometrica, proportioni et proportionalita - Tractatus XI particularis de computis et scripturis,* Paganino a Toscolano 1523 ;
PADOA-SCHIOPPA, Tommaso, *Il processo di privatizzazione: sei esperienze a confronto, Audizione alla Commissione parlamentare del 16/10/1991*, Roma, Banca d'Italia, 1991 ;
PAGNI, Luca, "Dalla vendita di Snam dovremo uscire più forti, stiamo trattando con il governo", dans "la Repubblica", de 28 avril 2012 ;
PAOLETTI, Ciro, *Les relations entre l'ENI italienne et la Libye*, présenté à Les rencontres «Emilie du Chatelet» SIER-AEI, 4 mai 2011, Paris, Université Paris XII – Créteil ;
Paolo Scaroni ha aggiornato Abdelhamid Zerguine sul progresso dei progetti in corso, strategici sia per Eni sia per Sonatrach, communiqué officiel de l'ENI, Saint Petersbourg, 21 juin 2013, dans www.eni.com ;
PAPI, Giuseppe Ugo, *Principi di economia*, 2 voll., Padova, Cedam, 1958 ;
PARIETTI, Rodolfo, "Il mister X che decide quanto costa la benzina - Jorge Montepeque, capo di "Platts, fissa il costo del petrolio nel 70 per cento degli scambi mondiali. E alle accuse di manipolazioni replica: "Provatele"", dans "il Giornale", de 6 août 2013, http://www.ilgiornale.it/news/interni/mister-x-che-decide-quanto-costa-benzina-941458.html ;
PASQUETTI, Livio, *La valutazione d'azienda*, Firenze, Pasquetti&partners, 2004;
PATUCCHI, Marco, "Ciampi: 8.000 miliardi da ENI2", dans "La Repubblica", 27 octobre 1996, p. 23;
PENNISI, Giuseppe - ZECCHINI, Salvatore, "Le privatizzazioni: una riforma incompiuta" dans, OLITA, S., (sous la diréction de), *Liberalismo, luci ed ombre*, *Rapporto 2001*, 2° rapporto sul processo di liberalizzazione della società italiana, Roma, Società Libera, 2001 ;
PENROSE, Edith Elura Tilton, *The Theory of the Growth of the Firm, New York*, Wiley, 1959 ;
PEROTTI, Enrico Camillo, "Credible Privatization", dans "American Economic Review", 4, 1995 ;
PERRONE, Nico, *Il dissesto programmato. Le partecipazioni statali*, Bari, Dedalo Libri, 1991 ;
PESQUEUX, Yvon, *Gouvernance et privatisation*, Paris, PUF, collection « la politique éclatée », 2007.

PESQUEUX, Yvon, *Gouvernance et privatisation*, Paris, PUF, collection « la politique éclatée », 2007.
PETRACCHI, Giorgio, *La Russia rivoluzionaria nella politica italiana. Le relazioni italo-sovietiche 1917-25,* Roma-Bari, Laterza, 1982 ;
PETRALIA, Giovanni, *La valutazione d'azienda*, Roma, Opus Consulting, 2004 ;
PEYRARD, Josette – AVENEL, Jean-David – PEYRARD, Max, *Analyse financière*, 9e édition, Paris, Librairie Vuibert, 2006 ;
PIETRA, Italo, *Mattei, la pecora nera*, Milan, SugarCo Edizioni, 1987;
PILATI, Paola, "L'Eni è rimasto in riserva", dans "L'Espresso", n° 9, 29 febbraio - 7marzo 2008 ;
PILATI, Paola, "L'Eni è caduta nel pozzo", dans "L'Espresso", n° 10, 8 mars - 15 mars 2011 ;
PIRANI, Mario, *La storia dell'Eni, dalle sfide di Enrico Mattei all'impegno per la sostenibilità*, dans "Affari Italiani", de 24 mars 2010 ;
PIZZIGALLO, Matteo, *Alle origini della politica petrolifera italiana (1920-1925),* Milano, Giuffrè, 1981;
PIZZO, Michele, "Le perizie di stima nella valutazione: i punti critici", dans FOSSATI, S. (sous la diréction de), *La Valutazione d'Azienda: Metodi, Modelli e Casi Applicativi*, Acte de la journée d'études IRCDEC, Naples, 2010 ;
PODESTÀ, Stefano, *Prodotto, consumatore e politica di mercato* Milano, Etaslibri, 1974 ;
POLETTI, Clara – RANCI, Pippo, "L'industria elettrica verso la privatizzazione" dans "Contributi di ricerca Irs" n° 32/1995 ;
PONTONI, Federico, "Come la spearazione ENI-SNAM può diventare un vantaggio", dans "Il Sussidiario.net – Il quotidiano approfondito", Milan, IEFE – Bocconi, de 20 janvier 2013 ;
PRODI, Romano, "Un modello strategico per le privatizzazioni" dans "Il Mulino" n° 5/1992 ;
Prospetto Informativo relativo all'Offerta Pubblica di Sottoscrizione e alla contestuale ammissione a quotazione sul Mercato Telematico delle Obbligazioni. Prospetto di offerta e quotazione (il "Prospetto") depositato presso la Consob in data 9 settembre 2011, a seguito di approvazione comunicata con nota n. 11076487 del 7 settembre 2011 delle obbligazioni del prestito denominato "Eni TF 2011/2017" e delle obbligazioni del prestito denominato "Eni TV 2011/2017, Roma, Servif Donnelley Financial per ENI, 2011 ;
Prospetto Informativo relativo all'Offerta Pubblica di Sottoscrizione e alla contestuale ammissione a quotazione sul Mercato Telematico delle Obbligazioni. Prospetto di offerta e quotazione (il "Prospetto") depositato presso la Consob in data 9 settembre 2011, a seguito di approvazione comunicata con nota n. 11076487 del 7 settembre 2011 delle obbligazioni del prestito denominato "Eni TF 2011/2017" e delle obbligazioni del prestito denominato "Eni TV 2011/2017, Roma, Servif Donnelley Financial per ENI, 2011,
R. & S., *Le privatizzazioni in Italia dal 1992*, Milano, R&S, 2000;
Rapidi progressi nella produzione del metano, dans "Le vie d'Italia", an XLVII, n° 8, août 1941 ;
RAPPAPORT, Alfred, *The Staying Power of the Public Corporation*, "Harvard Business Review", Paperback n. 90067 ;
REBEYROL, Antoine, *La pensée économique de Walras*, Montrouge (Hauts-de-Seine), Dunod, 1999 ;
REDAZIONALE, "Confermati i contratti Eni Tripoli: Scaroni è un amico", dans "Il Giornale", de 18 mars 2011, www.ilgiornale.it ;
REDAZIONALE, "Eni chiude l'offerta in anticipo Alle famiglie titoli per 2 miliardi", dans "il Giornale" de 26 juin 2011 ;
REDAZIONALE, "Eni chiude la contesa in Uganda e punta su Iraq e Venezuela", dans "Il sole 24 ore" de 2 mai 2009;
REDAZIONALE, "Eni non esalta gli investitori Cedola bond al 4% lordo", dans "il Giornale" de 26 juin 2011 ;
REDAZIONALE, "Eni, Scaroni in Libia vede il Cnt per ripartire con la produzione", dans "il Giornale", de 13 septembre 2011, www.ilgiornale.it ;
REDAZIONALE, "Eni/Scaroni: prospettive di sviluppo promettenti come mai prima. Utile netto 2012 a 7,78 miliardi", dans ",Il Mondo", de 10 Mai 2013, http://www.ilmondo.it/imprese/2013-05-10/eni-scaroni-prospettive-sviluppo-promettenti-come-mai-prima-utile-netto-2012-7-78-miliardi_251954.shtml
REDAZIONALE, "Il successo dell'Eni in Libia dà troppo fastidio alle compagnie americane", dans "Il Giornale", de 13 janvier 2009;
REDAZIONALE, "Libia, Gheddafi attacca l'Italia "Salta la collaborazione con l'Eni", dans "il Giornale", de 14 juillet 2011, www.ilgiornale.it ;
REDAZIONALE, "Prezzi benzina, l'antitrust fa dietro front "Cartello on c'è oppure è ben nascosto" dans "il Fatto quotidiano", de 4 juin 2013, dans http://www.ilfattoquotidiano.it/2013/06/04/benzina-lantitrust-fa-dietrofront-cartello-prezzi-non-ce-o-e-ben-nascosto/615862/ ;
REDAZIONALE, "Quella fuga di gas che spaventa la Borsa" dans "Il Giornale", de 28 mars 2012
REGINA, Antonio – ZOPPI, Laura, *Le Raccomandazioni U.E.E./F.E.E. in tema di valutazione d'azienda*, Parma, Facoltà d'Economia dell'Università degli Studi, 2007 ;
Relazione dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas sullo stato dei mercati dell'energia elettrica e del gas naturale e sullo stato di utilizzo ed integrazione degli impianti alimentati da fonti rinnovabili, Roma, 1er mars 2012 ;
RENNE, Francesco M., La valutazione nei processi di quotazione di borsa, dans FOSSATI, S. (sous la diréction de), *La Valutazione d'Azienda: Metodi, Modelli e Casi Applicativi*, Acte de la journée d'études IRCDEC, Naples, 2010 ;

RISOLO, Antonio, “Eni, Tripoli pesa sull’utile. Snam sul mercato” dans “il Giornale”, de 30 juillet 2011, www.ilgiornale.it ;
RODDOLO, Enrica, *Dallo Stato al mercato. Un’intervista a Franco Bernabè*, Milano, Egea, collana Bloomberg Investimenti, 2000 ;
ROSSI, Luigi, « Valutazione » dans CERBONI, G. (sous la diréction de), *Enciclopedia di amministrazione, industria e commercio*, Milano, Vallardi, 1895 ;
RUMELT, Richard P., *Towards a Strategic Theory of the Firm. Alternative theories of the firm*; 2è edition, Cheltenham, Elgar Reference Collection. International Library of Critical Writings in Economics, vol. 154. 2002 ;
SANTINI, Jean Jacques, *Les privatisations à l’étranger : Royaume-Uni, RFA, Italie, Espagne, Japon*, Paris, La documentation française - notes et études documentaires, n° 4821, 1986 ;
SAPPINGTON, David E.M. - STIGLITZ, Joseph E., “Privatization, information and incentives”, dans “Journal of Policy Analysis and Management”, vol. 6, n. 4, 1987, pp. 567 – 582 ;
SARACENO, Pasquale, *Partecipazioni statali*, dans *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffrè, 1982 ;
SCARONI, Paolo, *Compagnie petrolifere internazionali contro compagnie di stato: nuove regole del gioco?*, discours fait à Londres chez l’Energy Institute, le 14 février 2012 ;
SCHERER, Frederic Michael, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Rand McNally, 1980 ;
SCIARELLI, Sergio, *Fondamenti di economia e gestione delle imprese*, Bologna, Cedam, 2004 ;
SHARPE, William, «*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk* » in *Journal of Finance* 19 (2), 1964 ;
SHILLER, Robert James, "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?", dans “American Economic Review” Volume 71, (1981), Issue : 3 (June);
SIGLIENTI, Sergio - TAMBURINI, Fabio, “Le privatizzazioni e il mercato finanziario”, communication au séminaire “Le privatizzazioni e il mercato finanziario” fait à Naples, Université Federico II, faculté d’Economie, le 17 avril 1997, dans “Rivista di storia finanziaria”, n° 1, juillet-décembre 1998 ;
SIGLIENTI, Sergio, *Una privatizzazione molto privata*, Milano, Mondadori, 1996 ;
SMITH, Adam, *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations With a Life of the author*, Edinburgh, Thomas Nelson, 1843.
SMITH, Adam, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, London: Methuen & Co., Ltd., 1904 ;
SORRENTI, Valentina, “ENI più forte senza Galp e col Mozambico, ma Ubs la toglie dai titoli preferiti”, dans “Milano finanza”, de 10 juin 2013,
http://www.milanofinanza.it/news/dettaglio_news.asp?id=201306101238198197&chkAgenzie=TMFI ;
SQUITIERI, Raffaele, (rélateur), *Determinazione e relazione della Sezione del controllo sugli enti sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria dell’ENI S.p.A. per l’esercizio 2010,* Roma, Corte dei Conti - Sezione del controllo sugli enti, 2011 ;
STANLEY JEVONS, William, *The theory of Political Economy*, *with preface and notes and an extension of the bibliography of mathematical economic writings*, cinquième edition anglaise ;
STARR, Paul, "The Meaning of Privatization," dans “Yale Law and Policy Review” n. 6, 1988 ;
STEFANATO, Paolo, “Nei 9 mesi l’utile cala del 3%, ma risale tra luglio e settembre Tripoli a regime nel 2012. In Mozambico più gas del previsto”, dans “Il Giornale” de 28 octobre 2011 ;
SUESSE, Jennifer M. – WILLARD, Mara (sous la supervision du Professeur Linda A. Hill), *Franco Bernabè at ENI*, Harvard Ms, Harvard Business School, 14 février 2002, Case study 9-498-034 ;
SYLOS LABINI, Paolo, *La crisi italiana*, Roma-Bari, Laterza, 1995 ;
SYLOS LABINI, Paolo, *Lezioni di economia*, 2 voll., Roma, Edizioni dell’Ateneo, 1982 ;
TAMBORINI, Paola, “Italia-Libia: riattivato trattato amicizia Dopo incontro tra Monti e Abdel Jalil”, dans “ANSA”, de 15 décembre 2011, www.ansa.it ;
TEECE, David J. – PISANO, Gary – SHUEN, Amy, “Dynamic Capabilities and Strategic Management”, CCC, working paper, Berkeley, University of California, 1996 ;
TEECE, David J. – PISANO, Gary – SHUEN, Amy, “Dynamic Capabilities and Strategic Management”, dans « Strategic Management Journal », vol. 18, 1997, n° 7 ;
TEECE, David J. – PISANO, Gary , “The Dynamic Capabilities of Firms: an Introduction”, Working Paper, October 1994 ;
TERRANOVA, Sergio, *La Pira e Mattei nella politica italiana. 1945-1962*, Troina, Oasi Editrice, 2001 ;
TESAURO, Giuseppe, *Diritto comunitario*, Padova, CEDAM, 2001 ;
TONINELLI, Pier Angelo, *Energy supply and economic development in Italy: the role of the state-owned companies, Dipartimento di Economia Politica*, Università di Milano Bicocca, Working Paper series, n. 146, octobre 2008 ;
TONON, Fabio, *Valutazione d’azienda: logiche e principi*, Milano, CesFeb, 2008 ;
Università d’Urbino, *I metodi di valutazione d’impresa*, Urbino, Facoltà d’Economia, 2001 ;
VALDANI, Enrico, *Definizione e segmentazione del mercato per i beni industriali e di largo consumo*, Milano, Giuffré, 1984 ;

VASAPOLLO, Luciano, *La via alle privatizzazioni nel modello capitalistico italiano. Un'indagine statistico-aziendale*, dans "Proteo", an I, n° 1/1998 ;
VENTURA, Attilio, *Certificato di stima prot. 22/95/SS de 26 octobre 1995*, Milan, Consiglio di borsa/Italian Stock Exchange Council, 1995 ;
VERNIMMEN, P. – QUIRY, P. - DALLOCCHIO, M. - LE FUR, Y. - SALVI, A., *Corporate Finance: Theory and Practice*, Chichester, John Wiley & sons, 2014
VERSCHAVE, François-Xavier, *La Françafrique, Le plus long scandale de la république*, Paris, Stock, 1998 ;
VICKERS, John – YARROW, George, *Privatization: An Economic Analysis*, Cambridge (Mass.), MIT Press, 1988 ;
VILLA, Francesco, *Elementi di amministrazione e contabilità,* Pavia, s.i., 1850 ;
VILLA, Francesco, *La contabilità applicata alle amministrazioni private e pubbliche ossia elementi di scienze economico-amministrative applicanti alla tenuta dei registri, ed alla compilazione e revisione dei rendiconti,* Milano, Angelo Monti, 1840 ;
VIRGILLITO, Daniele, *Corso d'economia e di gestione aziendale*, Catania, Università degli Studi di Catania, anno accademico 2005/06 ;
WERNERFELT, Birger, "The Resource-Based View of the Firm", dans « Strategic Management Journal »; an 5, n° 2, 1984 ;
WILCOX, Jarrod H., « *Simple theory of Financial ratios as predictors of failure* » a working paper of the Sloan School of Management (no. 495-70) – Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Mass., December 1970 ;
WILLIAMSON Oliver E., *Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications : a study in the economics of internal organization*, New York, Free Press, 1975 ;
YARROW, George – JASINSKI, Piotr (sous la direction de), *Privatization. Critical Perspectives on the World Economy*, London, Routledge, 1996 ;
ZANETTI, Giovanni – ALZONA, Gianluigi, *Capire le privatizzazioni*, Bologna, Il Mulino, 1998 ;
ZAPPA, Gino, *Il reddito d'impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Milano, Giuffré, 1937 ;
ZAPPA, Gino*, La produzione nell'economia delle imprese*, Milano, Giuffré, 1957 ;
ZAPPA, Gino, *Le valutazioni di bilancio con particolare riguardo ai bilanci delle società per azioni,* Milano, Istituto Editoriale Scientifico, 1927 ;

Bibliographie relative aux budgets et aux bilans

Eni: l'Assemblea degli Azionisti approva il Bilancio record del 2000 e delibera il dividendo, la fusione per incorporazione della Snam, la prosecuzione dell'acquisto di azioni proprie, communiqué officiel de l'ENI, le 1er juin 2000, dans www.eni.com.
Eni: dichiarazione dell'Amministratore Delegato Vittorio Mincato sui dati di Preconsuntivo 2000, communiqué officiel de l'ENI, de 28 février 2001, dans www.eni.com.
Eni: Bilancio 2000: confermato l'utile record e il dividendo di 410 lire per azione;Conferma del programma di acquisto di azioni proprie fino a 3,4 miliardi di euro;Ridenominazione del capitale sociale in euro e raggruppamento delle azioni;Incorporazione, communiqué officiel de l'ENI, de 27 mars 2001, dans www.eni.com.
Bilancio Saipem 2000: utile netto 80 milioni di euro; dividendo di 120 lire alle azioni ordinarie, pari a circa 0,062 euro, e di 150 lire alle azioni di risparmio, pari a circa 0,077 euro, communiqué officiel de l'ENI, de 26 mars 2001, dans www.eni.com.
Eni: Preconsuntivo 2000: utile netto di 5.767 milioni di euro (11.166 miliardi di lire), record storico dell'industria italiana, communiqué officiel de l'ENI, de 28 février 2001, dans www.eni.com.
Eni: l'Assemblea degli azionisti approva il Bilancio del 2001 e delibera il dividendo record di 0,75 euro; nomina Presidente il Prof. Roberto Poli; la fusione per incorporazione di Agip Petroli; la prosecuzione dell'acquisto di azioni proprie. Il Ministero dell'economia e delle finanze ha rinunciato al potere di nomina diretta di un Consigliere, communiqué officiel de l'ENI, de 30 mai 2002, dans www.eni.com.
Eni: Bilancio consolidato 2001: confermato l'utile record di 7,7 miliardi di euro e il dividendo di 0,75 euro per azione, communiqué officiel de l'ENI, de 27 mars 2002, dans www.eni.com.
Eni - Preconsuntivo 2001: utile netto di 7,7 miliardi di euro (+34%); è record per il terzo anno consecutivo, communiqué officiel de l'ENI, de 27 février 2002, dans www.eni.com.
Eni: Semestrale 2001 - Dichiarazione dell'Amministratore Delegato dell'Eni Vittorio Mincato, communiqué officiel de l'ENI, de 19 septembre 2002, dans www.eni.com.
ENI - semestrale 2001 - utile netto record: 3.537 milioni di euro (+28%), communiqué officiel de l'ENI, de 27 février 2002, dans www.eni.com.
Eni: relazione trimestrale al 30 giugno 2001. Utile operativo 6.136 milioni di euro (+15%). Un nuovo record, communiqué officiel de l'ENI, de 3 août 2001, dans www.eni.com.

Eni: Consiglio di Amministrazione delibera aumento di capitale fino a un massimo di 1,5 milioni di azioni ordinarie, communiqué officiel de l'ENI, de 7 juin 2001, dans www.eni.com.
Eni: Primo Trimestre 2001 Utile operativo 3.714 milioni di euro (+5,7%) Produzione giornaliera di idrocarburi: raggiunto il livello record di 1.371 mila barili (+16%), communiqué officiel de l'ENI, de 9 mai 2001, dans www.eni.com.
Eni: l'Assemblea degli Azionisti approva il Bilancio 2002, delibera il dividendo di 0,75 euro per azione e la prosecuzione dell'acquisto di azioni proprie, communiqué officiel de l'ENI, de 30 mai 2003, dans www.eni.com.
Bilancio consolidato 2002: confermato l'utile di 4,6 miliardi di euro e il dividendo di 0,75 euro per azione - Richiesta all'Assemblea l'autorizzazione a disporre nel triennio 2003-2005 fino a un massimo di 6,5 milioni di azioni proprie al servizio di piani di stock grant - Continua il programma di acquisto di azioni proprie - Bilancio 2002 e dividendo, communiqué officiel de l'ENI, de 30 séptembre 2003, dans www.eni.com.
Eni - Preconsuntivo 2002, communiqué officiel de l'ENI, de 28 février 2002, dans www.eni.com.
Eni : semestrale 2002: confermato l'utile netto di 2.261 milioni di euro, communiqué officiel de l'ENI, de 18 séptembre 2002, dans www.eni.com.
Eni: Positivo l'andamento del terzo trimestre, communiqué officiel de l'ENI, de 13 novembre 2002, dans www.eni.com.
Eni: Primo semestre 2002, communiqué officiel de l'ENI, de 29 séptembre 2002, dans www.eni.com.
Eni: il Consiglio di Amministrazione delibera l'aumento di capitale al servizio del piano di stock grant 2002, il piano di stock option 2002 e designa gli organi di alcune controllate, communiqué officiel de l'ENI, de 2 juillet 2002, dans www.eni.com.
Eni: il CdA attribuisce le deleghe e nomina A.D. Vittorio Mincato, communiqué officiel de l'ENI, de 5 juin 2002, dans www.eni.com.
Eni: Primo trimestre 2002: Produzione record di idrocarburi e performance operativa tra le migliori del settore oil and gas, communiqué officiel de l'ENI, de 8 mai 2002, dans www.eni.com.
Eni: presentato il Piano Strategico alla comunità finanziaria, communiqué officiel de l'ENI, de 15 janvier 2002, dans www.eni.com
Bilancio consolidato 2003, confermato l'utile netto di 5,6 miliardi di euro e il dividendo di 0,75 euro per azione. Continua il programma di acquisto di azioni proprie, communiqué officiel de l'ENI, de 30 mars 2003, dans www.eni.com
Preconsuntivo 2003, communiqué officiel de l'ENI, de 26 février 2003, dans www.eni.com
Eni: Relazione al 30 settembre 2003, communiqué officiel de l'ENI, de 12 novembre 2003, dans www.eni.com
Eni - Semestrale 2003: confermato l'utile netto di 3.090 milioni, communiqué officiel de l'ENI, de 17 séptembre 2003, dans www.eni.com
Eni: Relazione al 30 giugno 2003, communiqué officiel de l'ENI, de 31 juillet 2003, dans www.eni.com
Eni: Primo trimestre 2003, communiqué officiel de l'ENI, de 9 mai 2003, dans www.eni.com
Presentazione al mercato degli effetti derivanti dalla transizione ai principi contabili internazionali (IFRS) , communiqué officiel de l'ENI, de 27 avril 2005, dans www.eni.com
Comunicazione degli esiti della revisione contabile svolta dalla società di revisione sui prospetti di riconciliazione previsti dagli International Financial Reporting Standards (IFRS) , communiqué officiel de l'ENI, de 30 mai 2005, dans www.eni.com
Eni: Bilancio consolidato 2004, communiqué officiel de l'ENI, de 3 mars 2005, dans www.eni.com
Preconsuntivo di Gruppo 2004, communiqué officiel de l'ENI, de 28 mai 2005, dans www.eni.com
Il conto economico consolidato conferma l'utile operativo di 5.782 milioni di euro, communiqué officiel de l'ENI, de 21 séptembre 2004, dans www.eni.com
Relazione Trimestrale al 30 giugno 2004, communiqué officiel de l'ENI, de 29 juillet 2004, dans www.eni.com
Primo Trimestre 2004, communiqué officiel de l'ENI, de 11 mai 2004, dans www.eni.com
Bilancio consolidato 2005, communiqué officiel de l'ENI, de 31 mars 2005, dans www.eni.com
Relazione trimestrale al 30 settembre 2004, communiqué officiel de l'ENI, de 10 novembre 2005, dans www.eni.com
Relazione trimestrale al 31 marzo 2005, communiqué officiel de l'ENI, de 11 mai 2005, dans www.eni.com
L'agenzia Moody's alza il rating a lungo termine di Eni, communiqué officiel de l'ENI, de 23 juin 2005, dans www.eni.com
Terzo trimestre 2005, communiqué officiel de l'ENI, de 9 novembre 2005, dans www.eni.com
Eni :Primo Semestre 2005, communiqué officiel de l'ENI, de 21 séptembre 2005, dans www.eni.com
Eni : secondo trimestre 2005, communiqué officiel de l'ENI, de 29 juillet 2005, dans www.eni.com
Eni: Preconsuntivo e Quarto Trimestre 2005, communiqué officiel de l'ENI, de 1er mars 2006, dans www.eni.com
Eni: l'Assemblea degli Azionisti approva Bilancio 2005, communiqué officiel de l'ENI, de 25 mai 2006, dans www.eni.com
Eni: l'Assemblea degli Azionisti approva Bilancio 2006, communiqué officiel de l'ENI, de 24 mai 2007, dans www.eni.com

Eni annuncia i risultati del terzo trimestre e dei primi nove mesi del 2006: Forte crescita ed eccellente redditività, communiqué officiel de l'ENI, de 10 novembre 2006, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del primo trimestre 2006 - Migliore Performance tra le major nella crescita organica della produzione di idrocarburi, communiqué officiel de l'ENI, de 12 mai 2006, dans www.eni.com
Primo Semestre 2006, communiqué officiel de l'ENI, de 22 septembre 2006, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del primo semestre e del secondo trimestre 2006, communiqué officiel de l'ENI, de 28 juillet 2006, dans www.eni.com
Bilancio Consolidato 2006, communiqué officiel de l'ENI, de 30 mars 2007, dans www.eni.com
Bilancio consolidato 2007, communiqué officiel de l'ENI, de 14 mars 2008, dans www.eni.com
Eni: l'Assemblea degli Azionisti approva il Bilancio 2007, communiqué officiel de l'ENI, de 29 avril 2008, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del terzo trimestre e dei nove mesi del 2007, communiqué officiel de l'ENI, de 31 octobre 2007, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del Secondo Trimestre e del Primo Semestre 2007, communiqué officiel de l'ENI, de 26 juillet 2007, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del primo trimestre 2007, communiqué officiel de l'ENI, de 11 mai 2007, dans www.eni.com
Primo Semestre 2007, communiqué officiel de l'ENI, de 21 septembre 2007, dans www.eni.com
Eni Bilancio Consolidato 2008, communiqué officiel de l'ENI, de 13 mars 2009, dans www.eni.com
Eni: l'assemblea degli azionisti approva il bilancio 2008, communiqué officiel de l'ENI, de 30 avril 2009, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del quarto trimestre e del preconsuntivo 2008, communiqué officiel de l'ENI, de 13 février 2009, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del terzo trimestre e dei nove mesi del 2008, communiqué officiel de l'ENI, de 31 octobre 2008, dans www.eni.com
Eni annuncia i Risultati del Secondo Trimestre e del Primo Semestre 2008, communiqué officiel de l'ENI, de 31 juillet 2008, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del primo trimestre 2008, communiqué officiel de l'ENI, de 24 avril 2008, dans www.eni.com
Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2008, communiqué officiel de l'ENI, de 13 août 2008, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del quarto trimestre e del preconsuntivo 2009, communiqué officiel de l'ENI, de 12 fevrier 2010, dans www.eni.com
Eni Bilancio Consolidato 2009, communiqué officiel de l'ENI, de 11 mars 2010, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del terzo trimestre e dei nove mesi 2009, communiqué officiel de l'ENI, de 29 octobre 2009, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del secondo trimestre e del primo semestre 2009, communiqué officiel de l'ENI, de 31 juillet 2009, dans www.eni.com
Eni annuncia i Risultati del primo trimestre 2009, communiqué officiel de l'ENI, de 24 avril 2009, dans www.eni.com
Bilancio Consolidato e Progetto di Bilancio di Esercizio 2010, communiqué officiel de l'ENI, de 10 mars 2011, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del quarto trimestre e del preconsuntivo 2010, communiqué officiel de l'ENI, de 16 février 2011, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del terzo trimestre e dei nove mesi 2010, communiqué officiel de l'ENI, de 28 octobre 2010, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del secondo trimestre e del primo semestre 2010, communiqué officiel de l'ENI, de 28 juillet 2010, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del primo trimestre 2010, communiqué officiel de l'ENI, de 23 avril 2010, dans www.eni.com
Bilancio Consolidato e Progetto di Bilancio di Esercizio 2011, communiqué officiel de l'ENI, de 12 mars 2012, dans www.eni.com
Risultati consolidati del quarto trimestre e del preconsuntivo 2011, communiqué officiel de l'ENI, de 15 fevrier 2012, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del terzo trimestre e dei nove mesi 2011, communiqué officiel de l'ENI, de 27 octobre 2011, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del secondo trimestre e del primo semestre 2011, communiqué officiel de l'ENI, de 29 juillet 2011, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del primo trimestre 2011, communiqué officiel de l'ENI, de 27 avril 2011, dans www.eni.com
Eni ha comunicato i risultati di bilancio definitivi dell'esercizio 2011, communiqué officiel de l'ENI, de 15 fevrier 2012, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del primo trimestre 2012, communiqué officiel de l'ENI, de 27 avril 2012, dans www.eni.com

Risultati del secondo trimestre e del primo semestre 2012, communiqué officiel de l'ENI, de 1 er août 2012, dans www.eni.com
Consiglio di Amministrazione Eni - Approvato acconto su dividendo 2012: €0,54 per azione, communiqué officiel de l'ENI, de 20 septembre 2012, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del terzo trimestre e dei nove mesi 2012, communiqué officiel de l'ENI, de 30 octobre 2012, dans www.eni.com
Eni: Bilancio Consolidato e Progetto di Bilancio di Esercizio 2012, communiqué officiel de l'ENI, de 14 mars 2013, dans www.eni.com
Eni annuncia i risultati del Quarto Trimestre e del Preconsuntivo 2012, communiqué officiel de l'ENI, de 15 fevrier 2013, dans www.eni.com
Eni: Piano Strategico 2013-2016 Crescita e rendimenti sostenibili, communiqué officiel de l'ENI, de 14 mars 2013, dans www.eni.com
Eni: l'Assemblea degli Azionisti approva il Bilancio 2012, communiqué officiel de l'ENI, de 10 mai 2013, dans www.eni.com ;
Eni annuncia i risultati del primo trimestre 2013, communiqué officiel de l'ENI, de 24 avril 2013, dans www.eni.com ;
Eni annuncia i risultati del secondo trimestre e del primo semestre 2013, communiqué officiel de l'ENI, de 1er août 2013, dans www.eni.com ;

ENI, *Bilancio al 31 dicembre 2001 redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, Roma, EniComunicazione SpA, 2002.
ENI, *Rapporto Annuale 2001*, Roma, EniComunicazione SpA, 2002.
ENI, *Fact Book 2001*, Roma, EniComunicazione SpA, 2002.
ENI, *Relazione trimestrale al 31 marzo 2001*, Roma, EniComunicazione SpA, 2001.
ENI, *Relazione trimestrale al 30 giugno 2001*, Roma, EniComunicazione SpA, 2001.
ENI, *Relazione semestrale al 30 giugno 2001 redatta ai sensi dell'art. 2428 del c.c.* , Roma, EniComunicazione SpA, 2001.
ENI, *Relazione trimestrale al 30 settembre 2001*, Roma, EniComunicazione SpA, 2002.
ENI, *Bilancio 2002 redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127,* Roma Ugo Quintily SpA, 2003;
ENI, *Annual Report 2002,* Roma Ugo Quintily SpA, 2003;
ENI, *Fact Book 2002,* Roma Ugo Quintily SpA, 2003;
ENI, *Relazione trimestrale al 30 settembre 2002,* Roma Ugo Quintily SpA, 2003;
ENI, *Relazione semestrale al 30 giugno 2002 redatta ai sensi dell'art. 2428 del c.c. ,* Roma Ugo Quintily SpA, 2002;
ENI, *Relazione trimestrale al 30 giugno 2002,* Roma Ugo Quintily SpA, 2002;
ENI, *Relazione trimestrale al 31 marzo 2002,* Roma Ugo Quintily SpA, 2002;
ENI, *Bilancio 2003 redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, Roma Ugo Quintily SpA, 2004;
ENI, *Annual Report 2003*, Roma Ugo Quintily SpA, 2004;
ENI, *Fact Book 2003*, Roma Ugo Quintily SpA, 2004;
ENI, *Relazione trimestrale al 30 settembre 2003*, Roma Ugo Quintily SpA, 2004;
ENI, *Relazione trimestrale al 30 giugno 2003*, Roma Ugo Quintily SpA, 2003;
ENI, *Relazione semestrale al 30 giugno 2003 redatta ai sensi dell'art. 2428 del codice civile*, Roma Ugo Quintily SpA, 2003;
ENI, *Report on the First Half of 2003*, Roma Ugo Quintily SpA, 2003;
ENI, *Relazione trimestrale al 31 marzo 2003*, Roma Ugo Quintily SpA, 2003;
ENI, *Bilancio redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127,* Roma Ugo Quintily SpA, 2005;
ENI, *Annual Report,* Roma Ugo Quintily SpA, 2005;
ENI, *Fact Book,* Roma Ugo Quintily SpA, 2005;
ENI, *Relazione trimestrale al 31 marzo, al 30 giugno e al 30 settembre*, Roma Ugo Quintily SpA, 2004;
ENI, *Relazione semestrale al 30 giugno redatta ai sensi dell'art. 2428 del codice civile*, Roma Ugo Quintily SpA, 2004;
ENI, *Bilancio 2005, redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2006;
ENI, *Preconsuntivo 2005* Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2006;
ENI, *Annual Report*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2006;
ENI, *Rapporto Salute, Sicurezza, Ambiente*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2006;
ENI, *Fact Book*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2006;
ENI, *Relazione trimestrale al 31 marzo,* Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2005;
ENI, *Relazione trimestrale al 30 giugno,* Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2005;
ENI, *Relazione trimestrale al 30 settembre,* Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2006;
ENI, *Relazione semestrale al 30 giugno,* Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2005;

ENI, *Bilancio 2006, redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2007;
ENI, *Annual Report*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2007;
ENI, *Bilancio di Sostenibilità*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2007;
ENI, *Fact Book*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2007;
ENI, *Eni in 2006*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2007;
ENI, *Relazione trimestrale al 31 marzo*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2006;
ENI, *Relazione trimestrale al 30 giugno*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2006;
ENI, *Relazione trimestrale al 30 settembre*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2007;
ENI, *Relazione semestrale al 30 giugno redatta ai sensi dell'art. 2428 del codice civile*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2006;
ENI, *Bilancio 2007, redatto ai sensi del D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127*, Roma, Mari Group, 2008;
ENI, *Annual Report*, Roma, Mari Group, 2008;
ENI, *Bilancio di Sostenibilità*, Roma, Mari Group, 2008;
ENI, *Fact Book*, Roma, Mari Group, 2008;
ENI, *Eni in 2007*, Roma, Mari Group, 2008;
ENI, *Relazione trimestrale al 31marzo*, Roma, Mari Group, 2007;
ENI, *Relazione trimestrale al 30 giugno*, Roma, Mari Group, 2007;
ENI, *Relazione trimestrale al 30 settembre*, Roma, Mari Group, 2008;
ENI, *Relazione semestrale al 30 giugno redatta ai sensi dell'art. 2428 del Codice Civile*, Roma, Mari Group, 2007;
ENI, *Results and Strategy 2007*, Milano, ENI, 2008
ENI, *Relazione Finanziaria Annuale 2008 redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.1 del TUF*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2009;
ENI, *Annual Report*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2009;
ENI, *Bilancio di Sostenibilità*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2009;
ENI, *Fact Book*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2009;
ENI, *Eni in 2008*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2009;
ENI, *Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 giugno redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.2 del TUF*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2008;
ENI, *Relazione Finanziaria Annuale 2009 redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.1 del TUF*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2010;
ENI, *Annual Report*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2010;
ENI, *Bilancio di Sostenibilità*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2010;
ENI, *Fact Book*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2010;
ENI, *Eni in 2009*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2010;
ENI, *Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 giugno redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.2 del TUF*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2009;
ENI, *Relazione Finanziaria Annuale 2010 redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.1 del TUF*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2011;
ENI, *Annual Report*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2011;
ENI, *Fact Book*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2011;
ENI, *Eni in 2010*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2011;
ENI, *Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 giugno redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.2 del TUF*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2010;
ENI, *Relazione Finanziaria Annuale 2011 redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.1 del TUF*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2012;
ENI, *Annual Report*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2012;
ENI, *Fact Book*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2012;
ENI, *Eni in 2011*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2012;
ENI, *Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 giugno redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.2 del TUF*, Roma, Marchesi Grafiche Editoriali SpA, 2011 ;
ENI, *Relazione Finanziaria Annuale 2012 redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.1 del D.Lgs. 58/1998*, Roma, Stabilimento tipografico Ugo Quintily SpA, 2013 ;
ENI, *Annual Report*, Roma, Stabilimento tipografico Ugo Quintily SpA, 2013 ;
ENI, *Fact Book*, Roma, Stabilimento tipografico Ugo Quintily SpA, 2013 ;
ENI, *Eni in 2012*, Roma, Stabilimento tipografico Ugo Quintily SpA, 2013 ;
ENI, *Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 giugno redatta ai sensi dell'art. 154-ter c.2 del D.Lgs. 58/1998*, Roma, Stabilimento tipografico Ugo Quintily SpA, 2012 ;

ENI, *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari redatta ai sensi dell'art. 123-bis del D.Lgs. 58/1998*, Roma, Stabilimento tipografico Ugo Quintily SpA, 2013 ;
ENI, *Relazione sulla Remunerazione redatta ai sensi dell'art. 123-ter del D.Lgs. 58/1998*, Roma, Stabilimento tipografico Ugo Quintily SpA, 2013 ;
ENI, *Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 giugno redatta ai sensi dell'art. 154-ter c. 2 del D.Lgs. 58/1998*, Roma, Stabilimento tipografico Ugo Quintily SpA, 2013 ;
et
49 communiqués en 2001
36 communiqués en 2002
33 communiqués en 2003
35 communiqués en 2004
35 communiqués en 2005
47 communiqués en 2006
78 communiqués en 2007
109 communiqués en 2008
76 communiqués en 2009
72 communiqués en 2010
88 communiqués en 2011
91 communiqués en 2012
54 communiqués en 2013,
pour un total de 773 communiqués