

## PORTRAIT D'ENTREPRISE

### *Enel et Scottish Power les utilities européennes (1)*

*Dominique Lorrain, Christophe Defeuilley*

Notre « vieille » Europe constitue un terrain d'observation extraordinaire pour un économiste institutionnaliste qui s'intéresserait aux liens qu'il peut y avoir entre des architectures institutionnelles et des performances (qu'on les mesure en prix, en qualité de service, ou de sécurité). Le continent donne à voir des choix très différents dans la combinaison des responsabilités politiques, des structures industrielles pour tout ce qui touche à l'organisation des services en réseaux. On peut le démontrer pour le secteur des déchets, pour l'eau et l'assainissement, pour le gaz et l'électricité (1). Dans ce dernier secteur l'Europe présente trois configurations industrielles contrastées :

— architecture totalement démembrée avec l'Angleterre qui a séparé la production du transport et de la distribution. Cette réforme radicale qui date d'une loi de 1989 et de la privatisation de décembre 1990 a depuis été quelque peu modifiée par les pratiques des acteurs. Après la venue des électriciens américains en 1996 et leur départ un an et demi plus tard se sont les électriciens continentaux qui sont arrivés :

EdF, Eon, RWE. Ils disposent maintenant de positions solides sur toute la chaîne de valeur (production, distribution, commercialisation). De sorte qu'à l'architecture de quasi marché, imaginée par les réformateurs comme seule solution au problème de l'efficacité, se substitue quelque chose de plus intégré.

— architecture oligopolistique avec l'Allemagne et l'Espagne. Dans ces deux cas le nombre des acteurs s'est réduit au cours des dix dernières années. Leur secteur électrique s'organise autour de quatre firmes privées qui assurent des fonctions intégrées : production, transport, distribution et commercialisation. Donc on est dans un schéma totalement opposé à celui de l'Angleterre et son concept d'*unbundling*. Après les deux méga-fusions de 1998/99 l'Allemagne compte deux grands groupes (Eon et RWE) et deux moyens (EnBw, filiale d'EdF et Vattenfall). L'Espagne a un grand groupe (Endesa) et trois moyens.

— architecture de monopole vertical intégré, au départ, pour la France et l'Italie. Là aussi les choses changent. La

structure industrielle évolue et on se rapproche d'une forme oligolistique avec des formes d'intégration entre production et transport. EdF a filialisé le transport et deux compétiteurs importants sont présents : Suez et Endesa. En Italie, même évolution avec cette fois pour compétiteur Endesa et Edison (dans laquelle EdF est présente).

Retenons ceci. Il y a vingt ans, des économistes libéraux ont expliqué que la seule manière de faire baisser les prix, d'améliorer le service à l'utilisateur final passait par une transformation radicale des architectures industrielles ; il fallait augmenter le nombre des acteurs, les mettre en compétition et proscrire toute forme d'intégration. Face à ce modèle pur on avait l'oligopole et ses firmes verticales intégrées et la configuration du monopole public lui aussi vertical intégré. Les vingt années écoulées sont très intéressantes. Premièrement elles ne démontrent pas que le modèle de compétition ait obtenu des avantages significatifs par rapport aux deux autres modèles : prix domestique, prix industriel, sécurité, qualité de service, niveau des investissements. Cela établit qu'il existe sans doute plusieurs manières de résoudre le problème de la coordination de l'action collective et qu'il y a plusieurs façons d'être efficaces. Deuxièmement, les trois modèles de départ s'amendent et ont des points de convergence. Chaque pays s'organise autour de quelques acteurs ; la convergence se réalise dans un moyen terme entre le quasi-marché et le monopole, autour de structures oligopolistiques. Les faits se sont imposés aux épures parfaites des économistes.

## Enel

Entreprise électrique italienne, fondée en 1962, introduite en bourse en 1999  
Milan  
Cession du capital par l'État : 1999 (32%), 2003 (6,6%)

Chiffre d'affaires 2004, 36,5 G€  
Bénéfice net (net income) 2004, 3,4 G€

Électricité, production et distribution, ~~transport~~ (cession)  
Gaz  
~~Télécoms~~ (cotation d'une société spécialisée et retrait)  
~~Eau~~ (diversification envisagée, puis retrait partiel)

Situation en 1993  
Production, 163,7 TWh (79% du marché, 17% producteurs indépendants et 4% entreprises municipales)  
Valeur globale de la firme, 30 000 GL (19 G\$)  
100 000 salariés

Après avoir consacré deux « portraits d'entreprises » aux entreprises électriques américaines nous poursuivons dans cette voie sur notre continent. Ce numéro est consacré à Enel et à Scottish Power, nous poursuivons avec Eon; cela fait suite à un portrait plus ancien de RWE (Flux 39-40).

## Enel

L'industrie électrique en Italie s'est développée à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle à partir d'interventions de firmes privées et d'initiatives des municipalités qui exploitent des centrales pour alimenter les tramways ou leur éclairage public. Au moment de la première guerre mondiale « plus de 60% de l'électricité est produite par des entreprises commerciales privées et 1 300 des 8 300 municipalités possèdent leur propre centrale électrique » (2). Le secteur se développera autour de ces acteurs dans l'entre-deux guerres et classiquement certaines firmes privées se regrouperont pour aboutir à quelques groupes régionaux :

Societa Idroelettrica Piemonte (SIP), Societa Meridionale di Elettricità (SME), Edison. Après la seconde guerre mondiale « les six groupes principaux contrôlent 55% environ de l'ensemble de la production » (3). Ce système souffre de plusieurs défauts, ils expliquent le débat qui s'ouvre dans les années 1950 sur les nationalisations : les disparités tarifaires entre régions sont considérées trop importantes, le sud du pays reste très mal desservi, (en 1962, 1,2 millions d'habitants vivants dans des localités isolées n'ont pas d'électricité (4)), enfin ce système reste mal intégré à la fois par un manque de coordination entre les opérateurs régionaux et par une insuffisance des réseaux de transport. C'est ainsi que le parlement se saisit du problème.

En 1962, la loi n°1643 établit le monopole d'État de l'électricité en réservant le droit « d'exercer des activités de production, transport, transformation et distribution de l'électricité à travers toute l'Italie » à l'*Ente Nazionale per l'Energia Elettrica* (Enel). Cette

entreprise publique nationale reprend un parc hétérogène composé de concessions privées, de production autonome par des industriels et par des compagnies municipales. Dès lors, l'Enel domine de la tête et des épaules le paysage électrique italien, ne subsiste à ses côtés que de petites compagnies municipales (représentant autour de 6% de la production et de la distribution d'électricité), des auto-producteurs et quelques entreprises privées de production et de distribution. L'Enel intervient dans un cadre très réglementé, les autorités de tutelle définissant ses programmes d'investissement, les tarifs applicables et les conditions de service. Dans les années soixante, la priorité de l'entreprise sera de mettre un terme au morcellement et au manque de coordination des réseaux de transport et de distribution hérités des anciennes compagnies privées qu'elle a absorbé et de poursuivre les efforts d'électrification du pays : « elle fusionne 1243 compagnies de tailles et de statuts très divers dans un réseau intégré » (5). Aux difficultés techniques et organisationnelles d'une pareille politique viennent s'ajouter des problèmes financiers. Enel « a été créée sans fonds de dotation initial, les tarifs devaient rester inchangés jusque 1974 » (6) et la firme doit verser des indemnités très élevées aux actionnaires des firmes nationalisées. Elle investit néanmoins dans de nouvelles unités de production, indispensables pour couvrir la hausse régulière de la demande, notamment tirée par la forte croissance économique que connaît l'Italie entre 1960 et 1980.

L'entreprise publique déploie ses activités dans un contexte qui lui est

peu favorable. Le défaut de fonds propres pèse sur sa politique, elle doit s'accommoder d'une situation tarifaire désavantageuse : les prix sont prioritairement utilisés par les pouvoirs publics comme un instrument de lutte contre l'inflation et s'établissent à des niveaux moyens qui ne permettent pas à l'entreprise de boucler son équilibre budgétaire. En outre, elle s'engage dans un très ambitieux programme d'investissement afin de satisfaire une demande croissante et de réduire la dépendance de l'Italie face aux importations de pétrole qui surenchérisent considérablement le coût de production de l'électricité à partir du premier choc pétrolier (1973). Le groupe investit jusqu'à 40% de son chiffre d'affaires (1977) et maintient des niveaux élevés d'investissement jusqu'au milieu des années quatre-vingt, ce qui va conduire à une dégradation importante de sa situation financière. La politique de diversification des sources d'énergie qui s'appuie notamment sur le développement du nucléaire sera partiellement remise en cause par le moratoire sur l'atome décidé un peu plus tard, au début des années 1980. Malgré la décrue des prix du pétrole, l'Enel est en perte nette de 1980 à 1985, et redevient bénéficiaire seulement en 1986. Le groupe doit supporter des remboursements d'emprunt importants, ce qui va obliger l'État à aider l'entreprise en lui accordant deux augmentations de capital (7).

En 1992, le gouvernement italien transforme Enel en société à capitaux, où l'État détient la totalité du capital, et légalise la production d'électricité indépendante. Les choses évoluent peu jus-

qu'à l'adoption de la directive européenne sur l'électricité qui ouvre les marchés. Enel commence alors à étudier des formes de diversification et comme le marché des télécommunications suit à peu près le même parcours, une opportunité se présente avec l'attribution d'une nouvelle licence de téléphonie cellulaire. Enel, associée à France Telecom développe Wind. Enel reste une firme totalement publique jusque 1999, année où l'État met sur le marché 32% du capital pour 18 G€. Ensuite, il procédera à plusieurs autres cessions pour ne détenir, en 2004, que 30% auxquels il convient d'ajouter les 10,4% de la Casa Depositi.

La firme doit aussi céder 15 000 MW de capacité de production ce qu'elle fera en trois étapes. Commence alors une politique de *diversification* extensive, regroupée sous le vocable de stratégie multi-utilités. Puis avec le retournement des marchés vient de le temps du *recentrage* vers du multi-énergie.

En théorie, Enel est une firme où l'actionnaire public reste prépondérant avec plus de 40% du capital mais dans la réalité l'entrée du secteur privé, même lorsqu'il était minoritaire, a déclenché une révision totale dans la manière de gérer la firme. L'Enel d'aujourd'hui est un être organisationnel qui n'a plus grand chose à voir avec l'entreprise publique et politique, en monopole quasi total et qui vivait tranquillement de sa rente.

Enel est un cas très intéressant qui nous donne à voir comment dans les années 1990 et au début des années 2000 se sont combinés les volontés de réformes des gouvernements et l'in-

fluence des marchés financiers, représentés par quelques securities firms et agences de rating, qui ont pesé bien plus que leur poids en capital.

Cette histoire, comme celles de Scottish Power et de Suez, ouvre une piste intéressante de réflexion sur les formes du gouvernement et de l'influence. C'est une question très ancienne déjà abordée par Sun Tsu, dans « l'art de la guerre ». Pour gouverner, et faire en sorte que l'autre (les sujets, les autres royaumes) se conforment aux attentes de celui qui gouverne il n'est pas nécessaire de faire usage de la force ; l'empereur n'est pas obligé de conquérir les territoires. Il est plus habile de créer des formats d'action dans lesquels l'autre se trouve incité à faire ce que l'on attend de lui.

### La diversification multi-utilités

Après l'entrée dans la téléphonie mobile, Enel s'engage dans le secteur de l'eau potable. Elle rachète trois sociétés publiques à l'automne 1999 pour 1,6 G€ (8) ; parmi elles Acquedotto Pugliese, plus importante société d'eau du sud de l'Italie avec 4,5 millions de personnes servies. Cette opération qui semblait faite, va s'avérer compliquée. Deux ans plus tard, le groupe cherche encore à en obtenir le contrôle et à circonvier l'opposition des politiciens des Pouilles qui s'opposent à cette vente du Trésor italien car ils souhaitent contrôler cette entreprise qui donne du pouvoir par l'attribution d'emplois, par l'engagement de travaux. Pour réduire les oppositions Enel s'engage dans un partenariat à géométrie variable. Elle s'associe

avec Acquedotto Pugliese pour reprendre le réseau de Calabre. Les deux partenaires s'allient à Vivendi pour gérer le réseau de Latina, une province du Sud de Rome. Mais rien n'y fait en novembre 2001, Enel annonce qu'elle renonce à acquérir Acquedotto Pugliese (9).

En 2000, la firme poursuit dans la ligne diversification. Elle s'intéresse à internet, crée une filiale dans l'immobilier avec la Deutsche Bank. Surtout, toujours associée à France Telecom, elle rachète à Vodaphone qui mène bataille pour conquérir Mannesman, son réseau de téléphonie: Infostrada. L'opération se réalise sur la base des prix astronomiques de l'époque, soit 11 G€. Au début de 2001, cette société fusionnée avec Wind, forme le deuxième opérateur du pays, mais très loin derrière Telecom Italia qui conserve 89% du fixe. Suivra un peu plus tard une introduction en bourse de 25% du capital de la société Infostrada-Wind, afin de rembourser le prêt de 10 G€ par lequel l'achat a été financé. Entre temps, l'autorité anti-trust italienne considère que cette opération n'est acceptable que si Enel réduit son poids sur le marché de la production électrique en cédant une nouvelle tranche de 5500 MW venant s'ajouter aux 15000 MW déjà engagés. Le groupe ne détiendrait plus que 38% de la capacité de production du marché. Enel maintient son opération mais se retourne vers Vodaphone et renégocie la transaction à la baisse pour un montant de 3 G€. Finalement Enel achète Infostrada pour 7,25 G€ mais doit vendre en tout 20000 MW. Elle accède à 3,5 mil-

lions de clients sur le fixe et 4,1 millions d'abonnés à internet (10).

L'attitude des autorités anti-trust est très intéressante pour une réflexion multi-utilités. Dans son avis l'autorité lie les avantages qu'une firme peut tirer à partir d'une position dominante sur un secteur (l'électricité) en entrant dans un autre (les télécoms). L'idée sous-jacente est que la firme va pouvoir mettre au point des offres de service qui, en liant techniquement les deux utilités, vont réduire l'intérêt pour un consommateur de quitter son opérateur pour l'un ou l'autre service et finalement conduire à renforcer la position de l'opérateur. Au fond, l'autorité refuse les services qui pourraient être fournis « dans une même main », en ne retenant que le critère de liberté de choix du consommateur et en ne considérant pas la facilité d'usage que celui-ci pourrait tirer d'une intégration (ce qui est l'argument des Stadwerke en Allemagne). Confrontés à une décision que visiblement ils n'avaient pas prévue, les dirigeants expliquent « *they gave the competition authority firm guarantees that Enel would completely separate the offer of electricity and telecommunications* (11) ». Dans ce cas, on voit mal à quoi peut correspondre la notion de multi-utilités si ce n'est d'apporter quelques économies d'envergure par le fait que la firme peut appliquer les compétences sur les marchés, sur les institutions, qu'elles a acquise pour gérer un service, à un autre service. Mais cela reste tout de même un mode d'intégration très en deçà de ce qui est potentiellement possible de faire.

Toujours en 2001, Enel réalise

d'autres opérations importantes. Elle procède à la première cession de ses capacités de production en vendant Elettrogen. L'affaire sera emportée par Endesa, le grand électricien espagnol pour 2,63 G€. Deux mois plus tard, c'est Enel qui est choisi pour le rachat de Viesgo (5<sup>e</sup> électricien, 2365 MW, 500000 clients, montant de la transaction 2,15 G€) cédé cette fois par Endesa sur son propre marché. De sorte que ces deux opérations s'apparentent plus à des échanges croisés qu'à une véritable mise en concurrence. Enel poursuit par la mise en vente d'Eurogen évaluée à 4 G€ (7000 MW). Parmi les repreneurs on trouve Edison, l'autre électricien italien et quelques entreprises municipales comme Acea (Rome) et AEM (Milan) (12).

À l'automne, Enel achète 40% de Camuzzi, groupe de distribution de gaz qui a 1,6 million de clients; la transaction est annoncée pour 434 M€ et la firme détient une option sur les 60% restants. Camuzzi vient renforcer la douzaine de distributeurs locaux de gaz racheté au cours de l'année 2001. Enel entend se diversifier dans cette voie pour être le numéro deux derrière Italgas (ENI) et avoir environ 2 millions de clients. La direction exprime les choses ainsi: « *The both are very, very close .... You can have one call centre, one customer base and we write one invoice for both service* (13) ». En rentrant dans le marché du gaz, Enel vise aussi à réduire ses coûts de production électrique en construisant des centrales au gaz. Elle se déploie dans cette voie en sécurisant ses approvisionnements par des contrats de long terme avec l'Algérie, la

Lybie et la Russie. Un contrat est signé avec Gas Natural pour une unité de liquéfaction de gaz naturel au Qatar et le groupe a fait des demandes en Italie pour pouvoir construire trois unités de gazification. Toujours dans la voie de la diversification Enel étudie plusieurs opérations dans l'eau potable. Elle fait une offre à Scottish Power qui cède Southern Water (et reconsidère son approche multi-utilités). L'opération n'aboutit pas; au début de 2002 elle s'intéresse à la reprise de Wessex mise en vente par Enron (en quasi faillite) mais renonce car le prix est trop élevé.

Donc à la fin de 2001 et au tout début de 2002, la stratégie est résolument celle d'un développement multi-utilité. Enel réduit sa domination du marché électrique mais conserve tout de même une base clients de 29 millions; c'est le deuxième opérateur de télécommunication, le deuxième distributeur de gaz. Et à ce moment là les faits semblent donner raison à la direction. À l'automne 2001, la firme annonce pour les six derniers mois une hausse du chiffre d'affaires de 19,7% et une hausse des bénéfices de 78%, grâce à une réduction des coûts et au développement des activités de télécommunications et de gaz. Donc la justesse de la stratégie se trouve confirmée par les résultats. La seule ombre au tableau vient de la distribution d'eau potable où elle n'est pas arrivée à acquérir Acquedotto Pugliese, pas plus qu'une firme anglaise.

En janvier 2002, Enel présente son plan à quatre ans et le président Tato réaffirme une stratégie multi-utilités tout en maintenant sa volonté de réduire les

coûts dans l'électricité. Il répond ainsi à ceux qui recommandent de rester dans le métier principal: le gouvernement et les financiers. Une étude de Moody's Investor Service citée alors affirme: « *the multi-utility strategy risked provoking a deterioration in the Group's financial business profile* » (14).

### Le recentrage

Quatre mois plus tard, en mai 2002, le président Tato est remercié et le gouvernement nomme un nouveau président pour mener une nouvelle politique. Paolo Scaroni arrive du groupe verrier anglais Pilkington qu'il a réorganisé après un parcours qui passe par Techint, Saint Gobain, Chevron et McKinsey. Très rapidement le message change du tout au tout :

« *Enel is shifting focus away from telecommunications and water to concentrate on improving margins in the core and electricity and natural gas business* (15) »

« *M. Scaroni said 'he would scratch most of the group's costly and unprofitable multi-utility strategy, a route many utilities took during industry deregulation and the internet and telecommunication boom ..... Between the flamboyant utility and the dull utility à la Edison of 20 years ago I prefer the old Edison* (16) ».

À l'automne 2002, Enel vend un troisième bloc de production électrique: Interpower. L'achat sera fait par Electrabel (Suez) associée à Acea (Rome) pour 551 M€ et 323 M€ de reprise de dette (17). Ce faisant, la firme électrique achève le programme de cessions prévu au moment de son introduction en bourse

en 1999; elle aura ainsi engrangé 8,3 G€ de recettes. Il est question de l'introduction en bourse de Wind à hauteur de 25% (18). Enel annonce aussi son intention de se développer dans le gaz naturel en Italie avec pour objectif d'avoir 20% du marché en 2007. L'électricien part avec 11% de part de marché contre 40% pour Italgas (ENI). Dans le sens de cette orientation, Enel étudie une reprise de Naturcorp, le second distributeur de gaz en Espagne; il est contrôlé par la Province basque et compléterait assez Viesgo, l'opérateur électrique de Santander déjà acquis par Enel.

Au printemps 2003, soit un an après le plan à quatre ans présenté par le président Tato, son successeur présente un nouveau plan. Le langage et les objectifs ont changé. La direction insiste sur sa volonté de dégager du « free cash flow » et promet aux actionnaires de se concentrer sur la réduction des coûts et sur le versement de dividendes: « *to maintain a very high rating, to generate cash and pay dividends, this is what utilities are for* (19) ». Les investissements sont réduits de 30%. Le cash est généré par l'activité électrique et par la vente d'actifs considérés comme non centraux: l'immobilier, le réseau de transport haute tension, Wind.

— La loi italienne, en respect des directives de l'Union Européenne, fait obligation à ENI et à Enel de réduire leur participation dans leurs réseaux respectifs de transport à 20% pour juillet 2007. Enel annonce à l'automne 2003 la vente de 50% de Terna, sa filiale spécialisée. L'opération se fera en juin pour 1,7 G€

et un peu plus tard elle annonce son intention de ne garder que 5% du capital (20).

— En décembre 2004, Enel qui désormais contrôle totalement Wind étudie sa vente autour d'une valorisation à 12 G€, ce qui ramènerait les 26,7% de France Telecom à 3,2 G€, un an plus tôt la firme française s'est désengagée pour la moitié.

Parallèlement, à ces cessions Enel procède à diverses acquisitions toutes dans le secteur de l'énergie; leur unité stratégique ne saute pas aux yeux :

— Au milieu de 2003, elle se développe dans le transport au Brésil, pays touché un an plus tôt par des pannes électriques, conséquences d'une sécheresse qui a affecté ses ressources hydroélectriques et d'un défaut dans le transport longue distance. Elle remporte deux contrats de type build operate pour une ligne entre le centre du pays et l'État de Bahia (300 M\$) et pour une autre ligne de 1278 km entre ce même état du centre et le Nord Est (400 M€); dans les deux cas les contrats ont une durée de 30 ans.

— En mars 2004, alliée au finlandais Fortum, elle reprend l'exploitation d'une centrale thermique en Russie. Cette opération initiée par UES (le monopole public) est présentée comme la première étape d'un plan de libéralisation du secteur. RWE et EDF n'ont pas participé à cette offre considérant que les conditions habituelles pour ce genre d'opération n'étaient pas remplies.

— En septembre, elle remporte en Slovaquie la vente d'une société de production électrique. L'offre d'Enel se situe assez largement au-dessus de

### Scottish Power

Entreprise privatisée en 1991, basée à Glasgow

Chiffre d'affaires 2003/04, 8,42 G€ (23)

Énergie au Royaume Uni (3,6 millions de clients et 5000 MW de capacité de production dont Manweb, 1995)  
et au États Unis par PacifiCorp, 1999 (1,5 millions de clients)  
Premier groupe dans l'énergie éolienne, objectif 2010; 1000 MW

A exploré une diversification multi-utilités avant de s'en retirer :

- ~~Southern Water~~, eau entrée 1996, cession 2002
- ~~Thue~~, télécommunications; développement au milieu des années 1990, sortie 2002

Chiffre d'affaires 1995/96, 2.94 G£; 1997/98, 3.13 G£; 1998/99, 3.25 G£; 1999/2000 4.12 G£.

celles des autres compétiteurs: 840 M€ contre 691 M€ par un groupe Tchèque et 548 M€ par UES (21).

L'État italien poursuit son retrait et cède sa participation jusqu'au seuil de 30% en deux temps. En octobre 2003, il cède en bloc 6,6% à Morgan Stanley pour 2,2 G€; la firme américaine remplacera les titres auprès d'investisseurs institutionnels. Un an plus tard, le Trésor public annonce son intention de ne conserver que 30%. À ce moment là le pôle public détient 61,4% du capital se répartissant entre le Trésor (51%) et la casa Depositi (10,4%). Donc une cession de 20% par le Trésor le ramène bien aux 30% annoncés. Pour cette opération les conseils s'intéressent aux investisseurs particuliers japonais (22).

### Scottish Power

Scottish Power est l'une des trois entreprises écossaises héritières du système de fourniture d'électricité mise en place dans le pays au sortir de la seconde guerre mondiale. En 1943, est établi au

nord de l'Écosse le North of Scotland Hydro-Electric Board, entreprise publique en situation de monopole, qui reprend et regroupe les actifs des petites compagnies privées actives dans cette zone. Le NSHEB est responsable non seulement de la production, distribution et transport d'électricité, mais a également un rôle dans le développement économique de cette partie défavorisée de l'Écosse, notamment via l'exploitation des ressources hydrauliques des highlands. En 1955, son homologue est créé au Sud (South of Scotland Electricity Board), avec pour objectif d'accompagner l'expansion des régions plus industrialisées du pays. SSEB est beaucoup plus importante que NSHEB: elle dessert quatre fois plus d'habitants (4 millions contre 1 million) et dispose d'un parc de production plus conséquent, essentiellement formé de centrales nucléaires. Une coordination étroite existait entre les deux entreprises, qui réalisaient une programmation conjointe des investissements, opéraient ensemble le réseau interconnecté



écossais et gardait les tarifs à des niveaux à peu près identiques (24).

En 1990 et 1991, dans le même mouvement que pour l'Angleterre et le Pays de Galles, l'Écosse réorganise puis privatise l'essentiel de son secteur électrique. NSHEB et SSEB sont scindées en trois compagnies: NSHEB se transforme en Scottish Hydro-Electric (SSE), SSEB devient Scottish Power et les actifs nucléaires sont logés dans une nouvelle entreprise, qui, elle, n'est pas privatisée, Scottish Nuclear (elle sera rachetée ultérieurement par British Energy). Contrairement aux entreprises anglaises, les deux firmes écossaises sont d'emblée des groupes intégrés verticalement, de la production à la vente.

Le développement d'une stratégie multi-utilités de la part de Scottish Power débute au moment où les firmes anglaises de l'eau ou de l'électricité retrouvent leur liberté avec la fin de la goldenshare. En 1995, Scottish reprend Manweb, le distributeur électrique du nord-ouest pour 1,1 G£. Cette opération est suivie en 1996, par une offre publique d'achat sur l'entreprise régionale d'eau, Southern Water (valeur 1,56 G£). Pour l'emporter sur l'offre concurrente faite par Southern Electric, le groupe écossais doit surenchérir à 1,67 G£ (25).

Cette reprise d'une compagnie d'eau appelle deux commentaires. Premièrement, l'idée selon laquelle il pourrait y avoir des synergies entre des firmes électriques et d'autres opérateurs de réseaux date du milieu des années 1990. Au fond, tout ceci ressemble un peu à la théorie des domi-

nos. Les États-Unis dérèglent leur secteur électrique. L'Angleterre réorganise et privatise le sien en 1990 en figeant le jeu jusque décembre 1995 par la technique de la golden-share. Donc les firmes américaines se savent menacées tôt ou tard sur leur marché historique et s'interrogent sur des nouveaux marchés à gagner. Quoi de plus naturel que d'aller chez les cousins britanniques, d'autant plus que des opportunités se présentent. Mais, ce faisant, elles mettent sous tension les firmes anglaises du secteur qui voient une partie de leur marché se fermer. Ces dernières recherchent donc en d'autres secteurs des développements possibles et les télécommunications ou l'eau potable représentent des options possibles et réalisables. Et c'est ainsi qu'au milieu des années 1990 on assiste à un vaste mouvement de rachats.

Deuxièmement, à parcourir les arguments qui sont donnés par les dirigeants de firmes il semble que les justificatifs financiers l'emportent sur ceux d'économie industrielle (26). Il est plus question de « customer base » que d'économie des coûts d'exploitation. Lorsque Southern Electric retire son offre les analystes s'interrogent, immédiatement, pour savoir ce que la direction va faire de la somme disponible: verser un dividende spécial aux actionnaires? Racheter les actions de la compagnie? Ou s'intéresser à une autre firme d'eau (27)?

Avec ces deux opérations Scottish se présente comme une société intervenant dans l'électricité et le gaz, l'eau et les télécommunications et ayant accès à 20% des ménages du Royaume-Uni

« *supplying at least one utility service to 5 millions homes* ». L'activité de télécommunications, formée au départ à partir du réseau de distribution électrique s'est développée régulièrement pour couvrir en 1998, le téléphone fixe, le mobile et internet. Elle est alors évaluée par les analystes à 1,5 G£ (28); un an plus tard l'estimation sera plus mesurée (voir suite en 5/99). En 1997, la firme poursuit son développement dans la distribution de gaz, essentiellement en Écosse.

En octobre 1998, la direction annonce son intention de faire une acquisition importante aux USA ce qui permettrait de poursuivre le développement sans se heurter à des problèmes de régulation en Angleterre. Le marché anglais bouge avec l'ouverture totale pour le gaz et l'électricité. De plus, ceux de l'eau et de la distribution électrique se trouvent très réglementés et les deux régulateurs envisagent des réductions tarifaires importantes pour les années à venir. Dans ce contexte une acquisition américaine ferait sens en termes de résultats et de croissance. Il est intéressant d'observer les liens entre la régulation et l'évaluation des firmes par les marchés. Dès qu'il a été connu que le régulateur de l'eau préparait une baisse des tarifs de 20% à partir de 2000, Moody, l'agence de rating a revu son évaluation. La dette à long terme de Scottish classée en Aa2 est placée « *on review for a possible downgrade* » (29). À la fin de l'année 1998, la direction indique que la firme a gagné 500000 clients domestiques dans le gaz et 80000 dans l'électricité depuis l'ouverture complète de ces marchés (30) et

Scottish Power 1997/98		PacifiCorp 1997	
Production d'électricité	1 014	Électricité USA	3 707 M\$
Power systems	443	Divers	126
Fourniture d'énergie	1 336	Activités Australie	716
Manweb	668	Trading (unregulated)	1 729
Southern Water	453		
Activités de services (PFI)	524		
Total	4 438 M£		6 278 M\$

qu'il perd environ 400/500 clients par semaine (soit 25 000 au maximum).

En décembre 1998 annonce est faite de l'achat de PacifiCorp, pour 6,97 G\$. Cette entreprise américaine sert 1,4 millions de clients dans six États de l'ouest de États-Unis et 500 000 clients dans l'État de Victoria (Australie) où elle détient aussi une participation de 19,9% dans une centrale électrique au charbon de 1600 MW (31). En fait, il s'agit plutôt d'une fusion avec un échange de titres, dans lequel la firme écossaise accepte de payer un premium substantiel de plus d'un milliard de dollars (32). La question est alors de savoir si les gains de productivité (cost savings) ou la croissance future permettront de récupérer cet investissement comme l'explique le directeur financier.

Entre sa privatisation en 1991 et 1997 Scottish a réduit ses effectifs de moitié dans son activité principale. Et pour « remotiver » le personnel elle a ouvert des centres de formation dans toute l'Écosse; elle a aussi lancé, avec le soutien des syndicats, un programme destiné aux chômeurs (33). Les coûts d'exploitation de Manweb ont été réduits aussi de 50% représentant une économie annuelle de 85 M£ (34) (achat effectué pour 1,1 G£) et il est envisagé, d'ici 2000, de réduire ceux de Southern

Water de 50 M£ par an (achat pour 1,7 G£).

À l'occasion de ces opérations on voit fonctionner les analystes car ils doivent donner un avis aux actionnaires. Sur quoi s'appuient-ils? Sur les documents comptables des firmes et sur des comparaisons faites par the Electricity Federal Regulatory Commission; elle classe 150 power utilities américaines du point de vue de leur efficacité (non generation costs a consumer): « *PacifiCorp's costs of \$300, which have since risen to \$340, compare with the current cost of \$155 for the most efficient company. Scottish Power's finance director calculates that by cutting non-generation costs by \$150 a customer, PacifiCorp would release \$200m a year; equivalent to shareholder value of \$2bn 'based on a forward price/earnings multiple of 10'. This would more than recoup the premium paid for PacifiCorp, without taking into account savings in other parts of the business.* » (FT Décembre 8, 1998, p. 24.). Scottish Power qui sert 3 millions de personnes au Royaume-Uni a environ la même force de travail que PacifiCorp qui a la moitié de clients. Jugement d'ensemble du journal économique: la firme anglaise va devoir montrer qu'elle peut transplanter son savoir-faire dans la réduction

des coûts de l'autre côté de l'atlantique ». À partir de ces données qui positionnent PacifiCorp parmi d'autres firmes, les analystes peuvent estimer ce qui serait possible d'obtenir en améliorant l'efficacité de la firme. Ils pratiquent la comparaison statistique.

Cette opération sera plus difficile à monter que ce qui était prévu en raison de réticences exprimées par les autorités de régulation de chaque État qui doivent donner une approbation. En mai 1999 le directeur financier du groupe reconnaît l'existence d'un problème et espère que l'opération sera achevée pour la fin de l'année. C'est annoncé en novembre après l'approbation de la dernière commission de régulation, celle de l'Utah. L'opération se réalise finalement pour 6,25 G\$ et 10 G\$ en incluant une reprise de dette. « *The group is expected to have spent more than £65m, including bank fees, when the deal is completed* » FT Nov 25, 1999.

Au même moment, la firme annonce son intention de vouloir introduire en bourse son activité de télécommunications; « elle est évaluée par les analystes à 800 M£ mais elle pourrait générer plus de 1 G£ si elle était vendue en bloc » (35). Depuis un an les actions du secteur des télécommunications ont surperformé l'indice moyen de la bourse de



Londres de 50% et une cession est présentée comme une technique pour récupérer de la valeur au bénéfice des actionnaires. Un an plus tard, c'est chose faite. L'introduction en bourse de Thus où Scottish conserve encore 50% se fait pour 1 G£ et génère un profit exceptionnel de 787 M£.

En mai 2000, la direction annonce la création d'une joint venture avec une firme de nouvelles technologies, SAIC, en vue de se développer dans le e.business. L'objectif est d'aider le groupe à réduire ses coûts et ensuite de vendre des prestations à d'autres utilités (ce serait un marché de 200 M£ d'ici 2003). Basée à San Diego, SAIC est l'une des grandes firmes américaines de recherche, *employed-owned*, avec un effectif de 39000 personnes dans le monde. Cette stratégie anticipe sur les conséquences de la libéralisation des marchés électriques et suppose que les utilités, pour être performantes, vont devoir externaliser de plus en plus de tâches. En Angleterre, la firme a noué un autre partenariat avec la Royal Bank of Scotland (de 70 M£) pour regrouper dans une offre unique des services dans les utilités, le téléphone, internet, la banque et l'assurance (FT May 5, 2000). PowerGen et Centrica annoncent leur intention de développer le même genre d'offre. Ce type de politique s'analyse aussi comme une réponse des firmes à la brutale baisse de tarifs imposée par le régulateur en avril 2000.

Six mois après la reprise de PacifiCorp (en mai 2000) des résultats prometteurs sont annoncés. Un plan de réduction des coûts permettrait de rogner 300 M\$ sur la période 1998-

2004 : réduction de dépenses en capital, diminution de 1600 emplois, vente de 2 avions d'entreprise. Les prévisions tablaient sur 210 M\$. Dans ce bel optimisme, la direction explique que PacifiCorp va constituer la rampe de lancement pour un développement sur le marché américain : « *there are currently about 150 electricity companies in the US. These could be reduced to 25 or 30 within five years and Scottish Power will be among them* », Sir Ian Robinson, CEO, FT May 5, 2000

Pendant l'été 2000, la firme parachève le dossier de PacifiCorp en cédant sa filiale Powercor, société australienne de distribution électrique. L'acheteur sera le groupe Li Ka-shing (Flux 36-37) par deux filiales, Cheung Kong Infrastructure et Hong Kong Electric International. Ce faisant, Scottish Power se recentre sur le Royaume Uni et les États-Unis, tandis que le groupe de Hong Kong se renforce sérieusement sur le marché australien ; cet achat vient s'ajouter à sa reprise du réseau de distribution de Electricity Trust of South Australia pour 3,5 GA\$ (36).

2001 est l'année de la crise du marché électrique en Californie. La hausse des prix de gros fixés sur des marchés spot, renchérit les coûts des distributeurs qui ne peuvent les répercuter sur leurs prix aux consommateurs, réglementés par des commissions de régulation. Après avoir enregistré des pertes en 2000 les deux grands distributeurs - Pacific Gas & Electric et Southern California Edison (filiale de Edison International) se mettent sous la protection de la loi sur les faillites en début de 2001. Leurs coûts auraient augmenté de 11 G\$ (37).

Scottish Power n'échappe pas à cette tourmente ; mais pour elle les effets se font moins sentir car elle dispose assez largement de ses propres capacités de production. Néanmoins, elle doit négocier auprès des commissions de régulation des hausses de tarifs ; par exemple, dans le seul état de Utah la hausse des prix de production a augmenté les charges de PacifiCorp de 142 M\$ (38) ; une panne d'une centrale de 430 MW lui coûte 1 million de dollars par jour ; elle s'est produite en novembre et la firme espère un retour en production en mai.

Un an après le partenariat avec la Royal Bank of Scotland, exprimant la volonté de développer le e.business, Scottish Power se retire du secteur des télécommunications ; la décision concerne aussi Thus. Selon le directeur financier, les coûts pour créer une nouvelle marque sont trop élevés : « *we were facing costs of several hundred millions pounds* ». En fait, la décision a plus de portée et témoigne d'une nouvelle stratégie « *the group would earn better returns by concentrating on its core electricity, gas and water interests in the UK and by growing its US electricity business* ». FT February 2, 2001.

Cette année 2001 peut être considérée comme celle de la révision des analyses en matière de diversification multi-utilités. Il est intéressant d'observer les commentaires qui accompagnent la décision de Scottish de quitter les télécoms. Est-ce une réponse à un problème spécifique (la crise électrique de Californie) ou un réexamen du modèle industriel ? Selon un analyste chez Schroder Salomon Smith Barney « *it*

does however bring into question the desirability of diversifying into other consumer products. Even Centrica has yet to show that it can make money out of it » (39). Centrica (ancien British Gas) s'est diversifiée de manière extensive dans les cartes de crédits, le crédit immobilier, les services de chauffage et de plomberie, en plus des ventes de gaz et d'électricité.

Six mois plus tard, l'annonce de la mise en vente de Southern Water (40) ne laisse aucun doute sur la stratégie de recentrage. Parmi les acquéreurs il est question d'Enel qui renonce assez rapidement, puis d'une association entre Centrica et Vivendi; une arrivée du rival Centrica semble moins réjouir la direction. Finalement, après de longues péripéties dans lesquelles les régulateurs ont leur part, la vente se fera en 2002 au bénéfice d'un fonds d'investissement First Acqua, qui cédera ensuite, selon un montage complexe, une partie du capital et le management à Vivendi.

Les années 2001-2002 sont difficiles, marquées par une hausse considérable des prix de gros aux États-Unis

et à l'inverse par une baisse au Royaume-Uni (par excès de capacité de production). Scottish Power y répond en se concentrant sur l'énergie; au début 2002 le marché américain qui s'améliore représente les deux tiers de l'activité du groupe. Certains analystes s'interrogent sur le sens de cette politique car au Royaume-Uni avec 3,5 millions de clients le groupe n'aurait pas la masse critique qui serait de 5 millions. De ce fait, on spéculé sur des fusions possibles que la direction doit démentir (41). Il lui est fait reproche de ne pas avoir saisi l'opportunité des cessions de TXU et de Midlands Electricity, ou de ne pas envisager un rapprochement avec l'autre entreprise électrique d'Écosse: Scottish & Southern Energy. En 2003, le plan d'investissement pour les dix-huit prochains mois de plus de 1 G£, est destiné à 70% à des nouveaux développements aux États-Unis. En fait la firme se renforce discrètement par croissance organique. Pour cette année 2003, elle gagne plus d'un demi million de clients dans le gaz et l'électricité, pour atteindre 4,25 millions au Royaume Uni. Et on

retrouve encore les analystes et leurs recommandations. Un rapport émanant de Citigroup Smith Barney considère que la meilleure manière de créer de la valeur serait de réintroduire séparément PacifiCorp à la bourse de New York.

Il faut croire que ces recommandations des analystes ont globalement une influence sur la stratégie de la firme si on considère qu'en mai 2005 Scottish Power cède PacificCorp à une filiale du fonds d'investissement de M. Buffett. Quelque part la boucle est bouclée. Les fonds d'investissements pèsent en amont sur les politiques industrielles des firmes en diffusant des études, reprises par la presse économique et les agences de rating, et en aval ils représentent des acquéreurs potentiels. Acteurs minoritaires au capital, ne s'impliquant pas dans la gestion opératoire des groupes, ils exercent néanmoins un réel pouvoir: un pouvoir d'influence. Il s'agit d'une situation nouvelle pour le monde des utilities qui contraste avec la situation classique de pouvoir régulé des managers.

#### NOTES

(1) Lorrain D. (2002), Capitalismes urbains, des modèles européens en compétition, L'année de la Régulation, n°6: 195-239.

(2) Stoffaes C. (dir.) (1994), Entre monopole et concurrence. La régulation de l'énergie en perspective historique, PAU Éditions, Paris, pp. 327-343.

(3) Op. cité p. 330.

(4) Op. cité p. 333.

(5) Op. cité p. 334.

(6) Op. cité p. 334.

(7) Dupuis P., Announ P., (1987), Comparaisons internationales du financement et des investissements des

entreprises d'électricité, EDF, Études Économiques Générales, Paris.

(8) Le Monde 12 octobre 2000

(9) FT August 21 et Nov 15, 2001

(10) FT January 8, March 2, March 18, 2001

(11) FT March 2, 2001.

(12) FT August 10, September 7, 2001; Project Finance August 2001, October 2001.

(13) Franco Tato, Enel's Chief executive, interview FT, October 18, 2001

(14) FT January 1, 2002

15 Wall Street Journal Europe, Sept 13, 2002.

(16) FT September 13, 2002

(17) FT November 13, 2002

(18) Au printemps 2003, il est question du rachat des 26,7% de France Telecom pour environ 1,5 G€. Une année plus tôt, cette participation était évaluée entre 3 et 5 G€. L'opérateur français doit absolument réduire sa dette, se montant à 68 G€ sous peine de chute inexorable du titre avec un risque de mise en faillite. En juin 2002, Wind comptait 26 millions de clients en Italie: 7,75 en téléphonie mobile, 11 pour internet et 7,2 en téléphonie fixe. (FT March 30, 2003).

(19) CEO, Scaroni, FT March 28, 2003, p. 24.

(20) FT June 21, 2004.

(21) FT September 14, 2004

(22) FT, October 5, 2004.

(23) Chiffre d'affaires 2003/04, 5,797 G£, Annual report 2003/04, p. 95.

1£= 1,453 €

(24) Surrey J. (ed) (1996), The British Electricity experiment. Privatization: the record, the issues, the lessons, Earthscan Publications, London

(25) FT June 21, 1996 et May 29.

(26) Un an plus tard on apprend que les compétences de Southern Water sont fort utiles pour aborder les contrats de PFI où Scottish se développe (FT July 17, 1997

(27) FT June 21, 1996

(28) FT October 1998

(29) FT November 5, 1998

(30) FT November 5, 1998

(31) FT Dec 12, 1998 et Dec 8.

(32) FT Dec 8, 1998, ce premium d'un milliard est calculé à partir de la valeur moyenne du titre avant l'offre et ce qui a été proposé

(33) FT Décembre 18, 1997

(34) Information donnée à l'occasion du rachat de PacifiCorp, afin de justifier vis à vis des actionnaires le prix payé pour la firme américaine.

(35) FT May 7, 1999, le conseil est Goldman Sachs. L'exemple a été donné au début de l'année par National Grid (l'entreprise de transport haut voltage, dont les pylônes ont permis de développer une activité de télécommunications par la filiale Energis). Elle a récupéré 1,2 G£ en cédant sur le marché 25% du capital d'Energis.

(36) FT August 3, 2000

(37) FT January 16, 2001

(38) FT January 16, 2001

(39) FT February 2, 2001.

(40) Conseil = Crédit Suisse First Boston.

En novembre 2001, les analystes de Schroder proposent un plan de refinancement par la dette. La firme émettrait un emprunt obligataire sur les marchés pour 1,9 G£ et reverserait 1,7 G£ à ses actionnaires. Ce type de solution s'explique par le besoin de l'actionnaire de dégager du cash, par un facteur de possibilité tenant aux écarts de coût de l'argent entre les marchés d'action et d'obligation et par la rationalité du conseil qui reste d'organiser des transactions.

(41) FT July 26, 2002. The Daily Telegraph, November 6, 2002, The Haral Glasgow, Nov 6, 2002