

LA RÉSISTANCE DES PETITS MONDES : RÉFORMES DES MARCHÉS ET RÉSEAUX DE PARTICIPATION EN ITALIE

En Italie, le développement de normes plus saines de protection des petits actionnaires ainsi que la limitation des accords de contrôle ont réduit le degré de participation partagée et l'utilisation de blocs de contrôle par les grands actionnaires. Ces réformes ont également scindé les principaux groupes d'actionnaires en plusieurs réseaux de taille plus restreinte.

Toutefois,

le changement significatif de la densité du réseau des participations n'a pas affecté ses caractéristiques d'ensemble : les liens avec les autres co-actionnaires demeurent aussi « fermés » entre eux et aussi « proches » les uns des autres. Ainsi, malgré l'accroissement massif de sa fragmentation, le réseau des entreprises italiennes reste un « petit monde », au sens technique comme au sens pratique.

PAR **Raffaele CORRADO**, UNIVERSITÉ DE BOLOGNE ET **Maurizio ZOLLO**, INSEAD
Traduit par **Emmanuelle VAAST**, Long Island Business School

L'analyse des réseaux d'entreprises constitue aujourd'hui l'une des perspectives les plus dynamiques de l'étude des stratégies des firmes, de la théorie des organisations et des politiques publiques. La large diffusion des réseaux de différents types entre sociétés de toutes tailles, dans presque tous les secteurs économiques comme dans la plupart des contextes culturels et institutionnels, requiert une attention accrue de la part des chercheurs en management. Une des questions les plus intéressantes et les moins bien comprises porte sur l'évolution des réseaux d'affaires : comment évoluent-ils au cours du temps ? Quels sont les facteurs qui influent sur leurs

caractéristiques à un moment donné, ainsi que sur les variations de ces caractéristiques ?

Cet article porte sur le lien le plus fort qui connecte des entreprises dans un réseau – la participation au capital – et sur un ensemble de changements institutionnels qui peuvent potentiellement affecter la structure du réseau et son évolution au cours du temps : l'introduction de nouvelles régulations des marchés financiers et la mise en œuvre de programmes de privatisation. Les questions qui nous intéressent spécifiquement sont ainsi liées au rôle des réformes de marché dans les transformations de la façon dont les entreprises gèrent leurs participations dans d'autres

entreprises, et aux liens établis avec d'autres coparticipants ou avec d'autres entreprises avec lesquelles elles partagent des participations communes.

Le contexte institutionnel pris en compte pour l'analyse empirique est celui du réseau italien des participations croisées et des conséquences d'une série de réformes poursuivies par plusieurs gouvernements au cours des années 1990. Ces réformes avaient pour objectif d'établir une meilleure protection des petits actionnaires ainsi qu'une plus large participation du marché dans les grandes entreprises naguère publiques et récemment privatisées.

Les résultats les plus intrigants de notre analyse de données témoignent, non seulement de changements significatifs dans la taille et la densité des réseaux de liens de participation entre les entreprises italiennes mais, également, d'une remarquable stabilité de certaines dimensions clés, comme le degré de *clustering* (1) et la longueur moyenne du chemin reliant les acteurs au travers du réseau. Les réformes de marché semblent avoir eu des incidences sur le recours aux liens de participation dans l'ensemble des entreprises italiennes, mais elles n'ont pas transformé les propriétés structurelles du réseau : le monde des affaires italien reste un tout petit monde.

L'IMPACT DES RÉFORMES DE MARCHÉ SUR LES RÉSEAUX DE PARTICIPATION

Pourquoi et comment les changements du mode de régulation des marchés et les programmes de privatisation pourraient-ils influencer les façons dont les entreprises organisent leurs relations ? En première approximation, la réponse est évidente : tout simplement parce que ces interventions ont pour but spécifique de le faire. Considérons, par exemple, l'introduction de la nouvelle régulation de protection des actionnaires minoritaires. L'obligation de rendre publique toute participation au-delà d'un certain niveau et d'élargir une offre d'achat à l'ensemble du capital à un prix égal pour tous les actionnaires, dès lors qu'un certain seuil est dépassé, impose aux grandes entreprises une attitude beaucoup plus prudente vis-à-vis de l'établissement de liens ou du maintien de participations. Des participations qui ne seraient pas cruciales par rapport aux plans et positions stratégiques d'une firme risquent d'être rejetées ou significativement réduites. D'autre part, les petits investisseurs ont davantage de raisons d'entrer en Bourse et d'élargir la diffusion des participations au capital à l'ensemble du système financier.

D'autres interventions de régulation ont toutefois des implications beaucoup moins évidentes sur la gestion

1) Voir l'article introductif du dossier.

des participations. Les régulations qui visent à limiter les délits d'initiés et à stimuler/imposer des standards plus élevés de transparence et de gouvernance d'entreprise, par exemple, visent également à améliorer le fonctionnement des marchés financiers. Elles devraient en effet, entre autres, renforcer la confiance de petits et grands investisseurs dans le système, diminuer la volatilité des prix et limiter les risques de faillite. Toutefois, les incidences de ces mesures sur le management du portefeuille de participations des entreprises ne sont pas évidentes. Des effets ambivalents peuvent en effet en être escomptés. Par exemple, des standards plus exigeants en matière de gouvernance d'entreprise peuvent certes limiter la tendance à étendre le champ des participations de l'entreprise, afin que celles-ci restent gérables [Amihud & Lev, 1981]. Toutefois, simultanément, ces standards peuvent faciliter le recours aux liens de participation, car désormais les abus des compagnies qui détiennent des parts de capital sont davantage sanctionnés.

Les programmes de privatisation ont des incidences encore moins claires sur le réseau des liens de participation entre entreprises qui partagent un même contexte institutionnel. D'abord, typiquement, un objectif déclaré de ces programmes, en particulier dans les économies développées, est de résoudre les problèmes de déficit public. Ce but n'apparaît par conséquent pas directement lié au fonctionnement de la Bourse – et du contrôle – des entreprises ou, plus généralement, des marchés financiers. Ensuite, même si l'objectif du programme de privatisation est lié, d'une façon ou d'une autre, à l'établissement ou au développement d'un marché efficient pour les actions des entreprises privatisées, son effet net sur le recours de ces entreprises aux investisseurs minoritaires n'est pas évident à évaluer. D'un côté, la présence d'acteurs plus nombreux dans le système ouvre des possibilités de liens accrus entre les anciennes entreprises publiques et le reste du système. De l'autre côté, le réseau typiquement serré des participations croisées entre entreprises publiques risque d'être démantelé ou, au moins, significativement réduit, ce qui contribue à de moindres niveaux d'interdépendance entre entreprises du système dans son ensemble.

En outre, le résultat final est étroitement dépendant du type de privatisation du système entrepris [Spicer, McDermott and Kogut, 2000]. La voie traditionnelle, lorsque l'État se retire d'entreprises publiques, reste le placement de ses actions sur le marché financier. Le réseau des liens de participation dans le système devrait, d'une façon ou d'une autre, en être transformé. Si, en revanche, le programme de privatisation passe par la vente d'entreprises à des consortiums de firmes privées, alors le réseau des liens de participations devrait se resserrer. Cela devrait se traduire par une plus forte densité des relations entre coparticipants, par une taille réduite du réseau (plus précisément et techniquement, de sa principale composante,

c'est-à-dire une majorité de compagnies liées à toutes les autres par des liens directs ou indirects), par le plus petit nombre de pas nécessaires pour aller d'une entreprise à une autre dans le système (la longueur moyenne de son chemin).

En résumé, l'impact des réformes de marché sur les liens de participation entre entreprises ne peut être prédit de façon claire : il dépend de la situation empirique considérée. L'exemple de l'Italie entre 1990 et 2000 illustre un cas de profond changement institutionnel, lié à la fois à des processus de régulation du marché et de privatisation et à leurs effets combinés sur la structure et les caractéristiques du réseau des participations croisées entre entreprises d'une économie développée.

RÉFORMES DE MARCHÉ ET RÉSEAUX DE PARTICIPATION EN ITALIE

Au début des années 1990, l'économie italienne partageait avec les autres pays d'industrialisation tardive (en particulier d'Europe continentale) un certain nombre de caractéristiques. L'expression : « *capitalisme tardif* » [« *late capitalism* », Scott, 1987] résume parfois ces traits communs : une concentration relativement élevée de la propriété du capital ; une faible séparation entre la propriété et le contrôle ; un rôle marginal dévolu aux marchés d'actions comme source de capital pour les firmes ; un poids significatif de l'État comme propriétaire de grandes entreprises ainsi que de secteurs entiers de l'économie quasi-monopolistiques, comme la banque, l'énergie ou la défense ; l'organisation des grandes entreprises dans un tissu complexe d'associations de contrôle inter-groupes qui protège le système contre les influences extérieures. Dans l'ensemble, ces caractéristiques ne sont

pas très éloignées de celles qu'ont connues d'autres pays d'Europe continentale, comme la France, l'Allemagne ou l'Espagne.

Afin de comprendre l'effet des réformes introduites au cours de la dernière décennie, nous examinerons d'abord plus avant les raisons historiques et politiques qui les ont motivées. Certaines d'entre elles sont d'ailleurs spécifiques au cas de l'Italie. Ensuite, nous nous pencherons sur les importantes réformes introduites, qui semblent transformer un système que Bragantini [1996] avait nommé, de façon critique, le « *capitalismo all'italiana* », le capitalisme « à italienne ». Tout d'abord, la politique industrielle établie après la seconde guerre mondiale, puis au cours des années 1950, est demeurée quasiment identique jusqu'à la fin des années 1980. Comme Barca [1997] le remarque, le tout nouvel État républicain n'est, dans une large mesure, pas parvenu à entreprendre les réformes économiques nécessaires pour établir un contexte de régulation des marchés des produits, du travail et du capital. À la place, il a pris en main la planification générale des activités économiques et il en a largement délégué la mise en œuvre à des organismes publics spécifiques

© Henri Carlier-Bresson-Magnum

préexistants. Ceux-ci mêlaient agences et entreprises publiques et représentaient une part significative de l'économie, dans des secteurs industriels et financiers cruciaux pour le développement économique du pays. Parce qu'ils fonctionnaient comme instruments d'intervention de l'État pour toute situation de crise dans les grandes entreprises privées, leur poids s'est accru jusqu'aux années 1980.

Le poids de l'IRI (Istituto per la Ricostruzione) était particulièrement significatif. Lors de la crise des années 1930, le système bancaire avait été menacé en raison de ses liens étroits avec l'industrie. L'IRI avait alors acquis la propriété des trois banques généralistes, ainsi que d'environ 21 % de l'ensemble des actions des entreprises italiennes. Cela a contribué à la concentration de bran-

Au cours des années 1950 et jusqu'à la fin des années 1980, le nouvel État républicain italien a pris en main la planification générale des activités économiques et a largement délégué sa mise en œuvre à des organismes publics spécifiques préexistants. (Construction de l'autoroute de Gênes à Monte Carlo, 1953).

ches importantes de l'économie, de l'acier aux télécommunications, de la construction navale à la banque et à la défense. Tandis que l'IRI a connu une forte croissance au fil des décennies, jusqu'à devenir la plus grande holding italienne et un des dix plus grands conglomérats mondiaux en 1990 (classement *Fortune 500*), l'ENI (Ente Nazionale Idrocarburi) prenait la première place dans les secteurs du pétrole et du gaz, où il agissait comme monopole virtuel dans l'extraction, la raffinerie et, pour le gaz, la distribution.

Avec la crise des années 1930 et l'intervention de l'État, au travers de l'IRI et de la loi bancaire de 1936, les banques ont perdu leur rôle de superviseur externe des entreprises privées. De même, les actionnaires minoritaires avaient très peu de chance d'exercer ce rôle de façon indépendante. Dans le secteur privé, l'actionnariat était souvent très concentré, fréquemment entre les mains des familles fondatrices qui continuaient à diriger leurs affaires (les familles Falck, Olivetti, Pirelli, par exemple). Même lorsque cela n'était pas le cas, le contrôle était fermement maintenu dans quelques mains, par l'appel à des investisseurs externes pour des échelons plus secondaires des groupes, par le recours aux participations croisées entre groupes, et par des coalitions de contrôle entre grands actionnaires [Amatori et Brioschi, 1997 ; Barca, Bertucci, Capello et Casavola, 1997].

Alors que l'État continuait à intervenir lors des crises des entreprises privées en acquérant leur capital, ses actions ne visaient pas à transformer la propriété et les arrangements de contrôle du secteur privé. En effet, les responsables des politiques publiques, d'une part, doutaient du rôle que les petits actionnaires pouvaient jouer dans le maintien de la croissance du secteur privé [De Cecco et Ferri, 1996] et, d'autre part, ils craignaient les risques associés à l'instabilité du contrôle dans les entreprises privées. En conséquence, alors que les réformes qui auraient pu renforcer le marché des actions n'avaient jamais vraiment été entreprises, la politique de l'État, au travers de l'IRI et d'autres organismes publics, contribuait à maintenir la stabilité des dispositions de contrôle du secteur privé [Mattioli, 1962]. Ainsi, Mediobanca avait été établie en 1946 comme un de ces organismes publics. Par la suite, elle a pris le rôle d'une banque d'investissement et a contribué de manière substantielle à la stabilisation de la propriété et des arrangements de contrôle des cercles supérieurs des affaires italiennes.

La croissance économique rapide de l'Italie dans l'après-guerre a dissimulé des problèmes structurels et a contribué à la consolidation de cette situation. Dans son étude sur les relations entre conseils d'administration en 1976, Chiesi [1978] a montré que la nationalisation de l'industrie électrique au cours années 1960 avait transformé le réseau des grandes firmes privées en supprimant les entreprises électriques qui se trouvaient en son centre. Même ce changement majeur

s'est accompli au mépris des actionnaires minoritaires et à l'avantage de ceux qui détenaient auparavant le contrôle des entreprises nationalisées [Scalfari et Turani, 1974]. Cas unique dans un échantillon de dix pays [Stockmam, Ziegler et Scott, 1985], les conseils d'administration italiens inter-reliés se scindaient en deux groupes qui correspondaient aux entreprises publiques et aux entreprises privées [Chiesi, 1985]. Après la nationalisation des entreprises d'électricité, Mediobanca acquit un rôle majeur de coordination des relations et d'organisation des restructurations de grandes entreprises du secteur privé [Amatori et Brioschi, 1997]. Simultanément, parce qu'elle appartenait formellement aux trois « *banques d'intérêt national* » (Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano, Banca di Roma), elles-mêmes contrôlées par l'IRI, Mediobanca servait de lien entre ces groupes privés et le réseau contrôlé par l'État.

Dans une étude détaillée des réseaux d'actionnariat et des groupes de sociétés en 1987, Brioschi, Buzzacchi et Colombo [1980] ont montré que les mécanismes traditionnels de contrôle étaient encore très largement en place. L'attraction accrue des petits investisseurs pour l'actionnariat permettait aux groupes du secteur privé de maximiser les effets de levier d'une structure de groupe hiérarchique, tandis que les participations croisées et les coalitions renforçaient le contrôle dans les entreprises où les participations directes des familles qui détenaient le contrôle étaient faibles.

En dépit de sa croissance, le poids de la Bourse pour financer les grands investissements restait encore faible (autour de 19 %) dans la période 1983 – 1995, c'est-à-dire au même niveau que dans les années 1970 [Barca, 1997]. La concentration de la Bourse s'est accrue dans les années 1980. Ainsi, les seuls groupes Agnelli et IRI représentaient 37,2 % de la Bourse en 1987 [Brioschi, Buzzacchi et Colombo, 1990]. De même, le pourcentage des actions échangeables était limité par la diffusion des accords de contrôle partagé entre grands actionnaires. Ainsi – et ce jusqu'au début des années 1990 – les principaux mécanismes de séparation de la propriété et du contrôle étaient, d'une part, la propriété publique et, d'autre part, du côté du secteur privé, les dispositifs qui aidaient à maintenir les accords de contrôle en dépit d'une proportion croissante d'actionnaires extérieurs. Aucun marché pour la propriété des entreprises n'existait vraiment, et aucun mécanisme pour la (re)-production des compétences managériales n'était réellement en place.

Ce système a connu des pressions grandissantes après les années 1960, en raison du ralentissement de la croissance économique, des chocs pétroliers des années 1970 ainsi que de l'apparition des déficits publics au cours des années 1980, qui ont accru le poids de la dette publique par rapport au PNB. Finalement, au moins deux types de conditions ont favorisé l'introduction d'importantes réformes au cours des années 1990 : un nouveau climat politique

Rencontre d'Enrico Cuccia, président de Mediobanca, et de Giovanni Agnelli, président de Fiat, en 1995.

national et international et le besoin, pour l'État, de vendre des entreprises publiques pour baisser le niveau de sa dette. Le système s'était perpétué durant près de cinquante ans par une sorte d'équilibre entre des arrangements stables de propriété et de contrôle dans le secteur privé et une intervention massive de l'État dans l'économie, au travers d'entreprises publiques. Si ces dernières venaient à disparaître, alors un marché de la propriété et du contrôle des entreprises devenait nécessaire pour assurer la bonne marche du processus de privatisation. Au niveau macro-économique, l'économie italienne était devenue plus robuste grâce à une réduction de son taux d'inflation à un niveau proche des niveaux moyens de l'Union Européenne et grâce à une croissance raisonnable par rapport à d'autres grands pays européens. La stabilité (ou, plutôt, l'immobilité) des dispositifs de propriété et de contrôle était de plus en plus considérée comme un handicap du système économique. Par ailleurs, les privatisations elles-mêmes pouvaient largement accroître le poids de la Bourse en tant que mécanisme de gouvernance d'entreprise à la condition que les régulations deviennent plus efficaces. Ainsi, les deux initiatives – la privatisation des entreprises publiques et la réforme de la loi sur les entreprises – ont été lancées presque simultanément.

De Nadis [2000] a quantifié les privatisations réalisées entre 1992 et 1999 à cent quatre-vingt cinq mille milliards de liras (plus de quatre-vingt quinze milliards

d'euros), ce qui représente 12,3 % du PNB en 1992. Les finances de l'État en furent grandement soulagées. En ce sens, les privatisations peuvent certainement être considérées comme un succès. Toutefois, comme De Nardis le note, les privatisations ne se sont pas nécessairement traduites par un réel changement dans le contrôle des entreprises privées. Par exemple, les privatisations du secteur bancaire, dont les premières datent de 1993, ont essentiellement consisté en un simple changement du statut légal des banques (auparavant organismes publics) en entreprises cotées en Bourse, mais dont la plupart, aujourd'hui encore, restent pour une large part sous le contrôle de l'administration publique [Inzerillo et Messori, 2000].

Dans le secteur industriel, beaucoup de privatisations se sont traduites par un transfert réel de contrôle. Toutefois, dans d'autres cas significatifs l'État a conservé plus de 50 % des parts ou, au minimum, des minorités de contrôle. Néanmoins, le processus a impliqué un changement effectif dans les responsabilités managériales et le transfert des actions de contrôle a été négocié avec des actionnaires privés sélectionnés. En fait, les actionnaires publics n'ont, en général, pas confié au marché la capacité de réguler le contrôle des entreprises, bien que certains auteurs estiment que cela n'est pas la cause, mais plutôt la conséquence des politiques de privatisation elles-mêmes [Malgarini, 2000].

La réforme de la loi sur les entreprises est devenue

effective au début de 1998. Elle exprimait une volonté de modifier l'équilibre des pouvoirs dans les dispositifs de propriété et de contrôle par l'amélioration de la protection des petits actionnaires. Cet objectif a été poursuivi de trois façons principales. D'abord, la réforme a amélioré la révélation des informations dans leur ensemble. Ensuite, elle a inclus des régulations restrictives pour les pactes d'actionnaires. Ces accords doivent maintenant être annoncés, leur durée est limitée à trois ans et ils ne sont plus valides en cas d'OPA. Troisièmement, dès que la part acquise excède 30 % du capital total, l'OPA doit être étendue à tous les actionnaires, dans les mêmes conditions. Ces réformes sont connues sous le nom de « *réformes Draghi* », d'après le nom du haut responsable qui, après une longue carrière à la Banque Mondiale, dirigea le ministère du Trésor sous plusieurs gouvernements. Dans la seconde moitié des années 1990, les privatisations et la dérégulation imposées par la Banque d'Italie ont déclenché une importante vague de fusions et acquisitions entre banques [Jewkes, 1999]. La concentration et la compétitivité des banques italiennes au plan international se sont alors largement accrues. Des changements substantiels sont également apparus dans leurs relations avec l'industrie. Par exemple, le rôle des grandes banques privatisées telles que Intesa/BCI, UniCredito et San Paolo/IMI est considéré comme central dans les efforts pour éviter la faillite du groupe Fiat (et du groupe Montedison, quelques années plus tôt). Ce rôle a excédé le rôle normalement attendu de créateurs dans des situations proches de la faillite. En même temps, le rôle central de Mediobanca s'est vu substantiellement réduit en raison de la pression concurrentielle accrue des banques d'investissement internationales qui ont joué un rôle précurseur dans les domaines de la finance d'entreprise et du conseil en fusion-acquisition ouverts par les privatisations et les restructurations qui s'en sont suivies [The Economist, 2001]. De ce point de vue, le succès, en 1999, de l'OPA hostile d'Olivetti sur Telecom Italia, compagnie de téléphone privatisée, a constitué un événement marquant encore inconcevable quelques années auparavant. En décembre 2002, l'IRI a été officiellement dissoute après avoir liquidé la vente de l'ensemble de ses participations sur une période de dix ans. Chose intéressante, il ne reste de ce puissant géant d'autrefois qu'une fondation dédiée au développement de la recherche et de l'enseignement en management, dotée d'environ trois cents millions d'euros. Les autres holdings contrôlées par l'État, l'ENI (secteur de l'énergie) et l'ENEL (secteur de l'électricité), perdent rapide-

ment leurs positions monopolistiques. Elles sont maintenant cotées à la Bourse avec un nombre croissant d'actifs circulants. Il en va jusqu'à la géographie des centres du pouvoir économique qui s'est déplacée de ses localisations historiques à Milan et Turin vers Rome et d'autres régions hier encore périphériques.

LES DONNÉES

Nous analysons l'actionnariat de grandes entreprises italiennes à deux moments : 1990 et 2000. Notre échantillon est tiré de l'*Annuaire Annuel du R & S* établi par Mediobanca, la principale banque d'investissement italienne. Nous avons codé les investisseurs de toutes les entreprises listées dans les éditions 1990 et 2000 de l'annuaire. Pour 1990, nous avons codé huit cent dix participations détenues par quatre cent cinquante-quatre actionnaires dans deux cent cinq entreprises. Ces entreprises comprenaient dix-huit banques et onze compagnies d'assurance. Pour 2000, nous avons codé sept cent cinquante et une participations et cinq cent trente-cinq actionnaires dans deux cent sept compagnies parmi lesquelles seize banques et neuf compagnies d'assurances. Cent trente-deux entreprises étaient listées dans les deux éditions de l'annuaire.

Chaque parution de l'*Annuaire annuel du R & S* présente des informations détaillées sur environ deux cents entreprises choisies comme les plus représentatives des principaux groupes industriels et financiers qui opèrent en Italie. Cet ensemble d'entreprises a changé pendant la période de dix ans que traverse notre échantillon, en raison à la fois des fusions et des changements dans les critères de sélection. L'ensemble des groupes industriels et financiers qui possèdent ou participent au capital des entreprises apparaît quant à lui significativement plus stable. Ces entreprises des secteurs privé et public, cotées en Bourse ou pas, opèrent sur – ou possèdent – des entreprises qui représentent quasiment tous les secteurs industriels et financiers. Pour chacune d'elles, l'annuaire présente des informations économiques et financières détaillées ainsi que l'identité des principaux actionnaires, telle qu'elle est consignée lors de l'assemblée annuelle des actionnaires (2).

L'actionnariat recensé comprend uniquement les « *azioni ordinarie* », c'est-à-dire les actions avec droits de vote complets, et exclut les autres catégories d'actions avec droits de vote restreints ou nuls (3). Après quelques changements dans les données

(2) Cette assemblée a lieu au cours du second trimestre de l'année, tandis que l'édition de l'*Annuaire Annuel du R & S* est en général publiée au cours du dernier trimestre et présente les dernières informations disponibles sur les actionnaires de chaque entreprise. Ainsi, par exemple, l'édition de 1990 présente des données économiques et financières pour chaque firme, datant de 1989 (et de quelques années antérieures), fon-

dées sur l'information officiellement divulguée par l'entreprise, ainsi que les plus récents actionnaires recensés pour 1990.

(3) Il existe des « *azioni privilegiate* » dont les droits de vote sont limités aux « *assemblee straordinarie* » (réunions exceptionnelles des actionnaires que la loi italienne exige pour traiter certaines questions importantes et spécifiques), et des « *azioni di risparmio* » qui ne comportent aucun droit de vote.

brutes (décrits ci-dessous), la taille moyenne des actions détenues par un seul actionnaire était de 20,5 % et de 22,7 % en 1990 et 2000, respectivement. L'actionnariat total moyen reporté pour chaque compagnie était de 80,9 % en 1990 et 82,2 % en 2000.

Pour assurer la cohérence des analyses, nous avons retraité les données brutes rapportées par notre source lorsque (a) une personne individuelle était recensée comme l'actionnaire et (b) l'actionnariat était attribué à un groupe d'entreprises. Le cas (a) constituait un problème car la source listait à la fois des familles et des personnes individuelles comme actionnaires. Des incohérences dans les données à la fois dans, et entre, les points d'observation auraient ainsi pu apparaître. Par exemple, certaines des actions détenues par Paolo Rossi pourraient lui être directement attribuées tandis que d'autres pourraient être attribuées à la « *Famiglia Rossi* », sa famille. Nous avons de ce fait agrégé tous les actionnaires individuels dans des groupes familiaux identifiés par leurs noms de famille (4). Dans les cas où plusieurs personnes ayant le même nom de famille détenaient des actions de la même entreprise, nous avons additionné leurs actions en une seule participation familiale.

Le cas (b) aurait pu conduire à des incohérences similaires au niveau des entreprises. Pour cette raison, chaque fois que la source indiquait un groupe d'entreprises comme actionnaire, nous avons recherché des informations supplémentaires à partir desquelles nous avons différencié la participation du groupe en participations des entreprises individuelles qui détiennent effectivement les parts en question. Lorsque le groupe qui détenait la participation était représenté dans l'*Annuaire R & S*, nous avons consulté cet annuaire pour obtenir des informations sur les parts détenues par les compagnies membres. Les comptes historiques comme d'autres notes du *R & S* ainsi qu'une autre publication éditée par Mediobanca, « *Il Calepino dell'Azionista* », ont constitué d'autres sources d'informations. Lorsque l'information n'était pas disponible, nous avons attribué l'actionnariat à la compagnie qui dirige le groupe.

Nous avons analysé ces données d'actionnariat en construisant deux types de réseaux, comme Kogut et Walker [2000] l'ont fait pour l'Allemagne. Dans le réseau des entreprises possédées, celles-ci sont considérées comme des nœuds et les actionnaires comme des liens. Ici deux entreprises sont reliées si au moins

un de leurs actionnaires possède des parts de ces deux entreprises. Dans le réseau des actionnaires, ceux-ci sont les nœuds et les entreprises possédées sont les liens : ici, un lien existe entre deux actionnaires s'ils possèdent des actions d'une (ou plus) compagnie(s). Les réseaux d'entreprises et d'actionnaires sont mathématiquement représentés par des matrices carrées binaires (matrices d'adjacence) qui listent les mêmes acteurs (entreprises possédées ou actionnaires) en lignes et colonnes, les cellules à l'intersection de la ligne i et de la colonne j est notée 1 si les acteurs i et j sont liés, et 0 s'ils ne le sont pas. Ces deux matrices d'adjacence et réseaux sont en fait les transformations duales [Breiger, 1974] d'un seul réseau d'affiliation qui relie les actionnaires et les entreprises possédées. Ce réseau est représenté par une matrice rectangulaire binaire (la matrice d'incidence) qui répertorie les entreprises possédées sur une dimension et les actionnaires sur l'autre, avec la cellule au croisement d'une ligne et d'une colonne qui est notée 1 si l'actionnaire reporté sur une dimension possède une action de l'entreprise reportée sur l'autre dimension, et 0 dans le cas contraire (5).

Nous avons mis en ordre les données d'actionnariat pour 1990 et 2000 dans les matrices d'incidence et avons ensuite réalisé les matrices d'adjacence pour les réseaux des entreprises possédées et de leurs actionnaires. Nous avons construit ces réseaux à la fois pour des participations de tous niveaux et pour des participations supérieures ou égales à 5 % du capital de l'entreprise (plus précisément, de ses droits de vote associés). En 1990, trois cent quatre-vingt-cinq des huit cent dix (47,5 %) participations étaient supérieures ou égales à 5 % et les actionnaires qui possédaient au moins une de ces participations étaient deux cent soixante-treize sur quatre cent cinquante-quatre (60,1 %). En 2000, ces participations étaient de trois cent quatre-vingt-quinze sur sept cent cinquante et un (52,6 %) et de trois cent trente et un participants sur cinq cent trente-cinq (61,9 %). Pour ces deux années, il y avait au moins un actionnaire disposant d'une participation de plus de 5 % du capital dans toutes les entreprises possédées (6). En conséquence, le nombre des entreprises incluses dans le réseau des entreprises possédées, déterminé par les participations élevées (5 % ou plus) ne change pas, tandis que le nombre d'actionnaires se réduit de quatre cent cinquante-quatre à deux cent soixante-treize, en 1990, et de cinq cent trente-cinq à trois cent trente et un, en 2000.

(4) Cela induit en revanche le risque d'agréger de façon inappropriée des personnes qui ont le même nom de famille sans avoir de lien de parenté. Toutefois, un examen rapide de la liste brute des noms indique que ce risque est faible et acceptable.

(5) La matrice qui résulte (a) de la multiplication de la matrice d'incidence par sa transposée et (b) de la dichotomisation de la matrice produite par laquelle toutes les cellules supérieures à 0 sont notées 1, est la matrice d'ad-

jacence des réseaux des entreprises possédées ou des actionnaires, selon que la matrice d'incidence a été pré- ou post-multipliée par sa transposée.

(6) La compagnie d'assurances Assicurazioni Generali (dont les liens avec la banque d'investissement Mediobanca sont connus) est reconnue comme la société la plus publiquement détenue parmi les grandes entreprises italiennes. Son principal actionnaire est Mediobanca, avec des parts de 5,55 % et 9,26 % respectivement en 1990 et 2000. Toutes les autres participations sont inférieures à 5 %.

En résumé, pour chacune des deux années observées, nous analysons quatre réseaux : un réseau des entreprises possédées où un lien existe entre deux entreprises si au moins un actionnaire possède des parts des deux (quelle que soit l'importance de cette participation) ainsi qu'un réseau d'actionnaires dans lequel un lien existe si deux actionnaires possèdent des parts de la même entreprise (là encore, quelle que soit la taille de cette participation). Ce sont les deux réseaux d'« *actionnariat complet* ». Les deux autres réseaux sont, d'une part, le réseau des entreprises possédées pour lequel un lien existe entre deux entreprises si au moins un actionnaire dispose de 5 % ou plus du

liens. Dans les réseaux pour lesquels la plus grande composante était suffisamment large (7) pour rendre l'analyse du petit monde significative, nous avons extrait le sous-réseau correspondant.

ANALYSE

Décrivons d'abord les principales caractéristiques des réseaux en 1990 et 2000 (voir tableaux 1 et 2). Tandis que la tendance est à la désintégration, les réseaux maintiennent certains traits structurels majeurs que

		Nombre d'entreprises possédées ou d'actionnaires	Liens ¹	Densité ²	% de paires connectées ³	Distance max (paires connectées) ⁴	Distance moyenne (paires connectées)	Dévi- ation standard de la distance (paires connectées)
Actionnariat complet								
1990	Entreprises possédées	205	1142	5,5%	35,9%	5	2,290	0,801
2000	Entreprises possédées	207	527	2,5%	24,2%	7	2,599	0,943
1990	Actionnaires	454	2252	2,2%	50,4%	6	2,817	0,831
2000	Actionnaires	535	2295	1,6%	31,1%	8	2,980	0,985
Participation de 5 % et plus								
1990	Entreprises possédées	205	286	1,4%	5,8%	8	2,977	1,701
2000	Entreprises possédées	207	112	0,5%	1,1%	7	2,038	1,287
1990	Actionnaires	273	290	0,8%	5,6%	9	3,455	1,794
2000	Actionnaires	331	325	0,6%	1,4%	8	2,450	1,722

Tableau 1 : Description des réseaux : Entreprises possédées et actionnaires

1) Un lien existe entre deux entreprises si elles partagent au moins un actionnaire. Un lien existe entre deux actionnaires s'ils possèdent des participations dans une même entreprise (ou plus).

2) Ratio du nombre de liens observés par rapport au nombre de liens possibles (paires possibles).

3) Deux entreprises possédées (resp. actionnaires) sont connectées(és) si un lien existe entre elles (resp. entre eux), ou si elles sont atteignables par une séquences de liens qui implique d'autres entreprises possédées (resp. actionnaires).

4) La distance entre deux entreprises possédées (resp. actionnaires) est le nombre de liens inclus dans la séquence la plus courte de liens qui les connectent, c'est-à-dire le nombre minimal de liens qui doivent être utilisés pour en atteindre une (resp. un) à partir de l'autre. La distance n'est significative que pour des paires connectées. Seules ces paires sont considérées.

capital de chacune d'elle et, d'autre part, le réseau des actionnaires où un lien existe entre deux actionnaires s'ils possèdent 5 % ou plus du capital de la même entreprise.

Nous décrivons d'abord l'évolution de ces réseaux au cours de cette période de dix ans traversée par notre échantillon de données, puis notre étude portera plus particulièrement sur l'analyse du petit monde des principales composantes de ces réseaux. Une composante est un sous-ensemble de nœuds du réseau qui sont mutuellement liés entre eux par une séquence de

l'analyse des petits mondes permet de mettre en évidence (voir tableau 3).

Le tableau 1 décrit les réseaux des entreprises possédées et des actionnaires en 1990 et en 2000 pour les participations de tous niveaux et pour celles de 5 % et plus. Les deuxième et troisième colonnes retracent les liens directs, la dernière colonne les liens indirects.

Les densités présentées dans la troisième colonne du tableau sont égales au ratio du nombre de liens observés par rapport à leur nombre théorique maximum pour un nombre donné d'acteurs (8). Elles permet-

(7) En termes absolus et de façon relative, en fonction de la taille des autres composantes.

(8) Le nombre maximum de liens est le nombre de paires non-orientées possibles parmi un ensemble de n nœuds du réseau, c'est-à-dire : $n(n-1)/2$

tent de comparer le nombre de liens entre les différents réseaux en fonction de leur taille. Le pourcentage de paires connectées est similaire au ratio de densité, mais son numérateur comprend à la fois les paires de nœuds reliés par un lien direct et celles qui sont reliées de façon indirecte par une séquence de liens. La longueur d'une séquence se définit par le nombre de liens qu'elle comprend, et la distance (également nommée distance géodésique) entre deux nœuds correspond à la longueur de la séquence (9) la plus courte qui les relie.

Le tableau 1 témoigne d'une tendance générale à la fragmentation des réseaux. Les densités sont plus faibles pour les réseaux d'actionnaires et baissent pour tous les réseaux entre 1990 et 2000. Cette évolution est sensible pour les participations de différents niveaux, mais elle est plus marquée pour les entreprises possédées que pour les actionnaires. En raison d'un plus faible nombre de liens, les densités baissent de plus de 50 % pour les réseaux d'entreprises possédées. Dans le cas des réseaux d'actionnaires, la baisse est plus faible et entièrement due à un plus grand nombre d'actionnaires.

Le changement dans les densités indique qu'en moyenne, les actionnaires de deux entreprises sont plus variés en 1990 qu'en 2000. Le nombre total d'actionnaires est plus grand en 2000, mais le nombre moyen d'actionnaires par entreprise est plus faible, car les actionnaires disposent de moins de participations (10). Cela indique que les nouveaux investisseurs sont entrés dans le réseau en prenant des parts d'un petit nombre d'entreprises de l'échantillon, peut-être également en substituant dans certaines de leurs participations existantes contre des portefeuilles plus larges. D'autre part, les transformations plus lentes des réseaux de participations peuvent impliquer que les actionnaires maintiennent leurs parts dans des entreprises qui les relient à d'autres actionnaires (11).

Bien que les densités soient plus faibles dans les réseaux d'actionnaires, les actionnaires sont mieux reliés que les entreprises possédées par des liens indirects. En effet, si l'on considère les participations de toute taille, le pourcentage de paires connectées est plus grand pour les actionnaires que pour les entreprises possédées en 1990 et 2000. Conséquence de la baisse des densités, ce pourcentage décroît au cours de

la période pour tous les réseaux. Cela affecte particulièrement les réseaux de 5 % et plus, pour lesquels la part des paires connectées a plus nettement baissé. Les nœuds de ces réseaux sont plus facilement déconnectés par la disparition de liens, dans la mesure où l'on peut considérer que ces liens correspondent à des relations substantielles (12), avec un nombre plus faible de chaînes de contact entre deux nœuds.

Les distances maximales et moyennes sont légèrement plus grandes pour les actionnaires que pour les entreprises possédées, et pour les participations de 5 % et plus que pour les participations de toutes tailles. Entre 1990 et 2000, les distances augmentent dans ce dernier cas, tandis qu'elles baissent dans le premier. Cela traduit des changements structurels dans les réseaux, qui peuvent être mieux compris par l'examen du tableau ci-dessous.

Le tableau 2 résume la distribution par taille (nombre d'entreprises/nombre d'actionnaires inclus) des composantes (13) dans tous les réseaux pour les deux années observées. Il confirme la tendance à la fragmentation mise en évidence par le tableau 1, mais il témoigne également de la stabilité de certaines caractéristiques structurales de ces réseaux.

Les colonnes centrales du tableau présentent la taille des quatre plus grandes composantes de chaque réseau. Il existe une différence nette, pour les deux années observées, entre les réseaux d'actionnariat complet et ceux des 5 % et plus. Dans le cas des réseaux d'actionnariat complet, la plus grande composante domine les plus petites, mais cela n'est pas observé pour les liens plus importants. Dans les réseaux d'actionnariat complet, les principales composantes sont proportionnellement plus grandes pour les actionnaires que pour les entreprises possédées, tandis que le nombre de nœuds isolés est plus faible. Cela est cohérent avec le plus grand pourcentage de paires d'actionnaires connectées que nous avons noté auparavant.

La baisse de la taille des plus grandes composantes entre 1990 et 2000 dans les réseaux d'entreprises possédées comme dans les réseaux d'actionnaires constitue l'observation la plus générale. Toutefois, cette tendance devient beaucoup plus forte pour les réseaux de grands actionnaires, pour lesquels on observe une baisse marquée de la taille des deux premières compo-

(9) Il est à noter que deux nœuds peuvent être reliés par plus d'une séquence de liens, ce qui très fréquemment observé.

(10) En effet, souvenons-nous que le nombre de participations observées se réduit de huit cent dix à sept cent cinquante et un au cours de la période (tandis que le nombre de participations de 5 % ou plus au capital reste à peu près le même, trois cent quatre vingt-cinq en 1990 et trois cent quatre-vingt quinze en 2000). Par ailleurs, le nombre des entreprises de l'échantillon reste globalement inchangé entre 1990 et 2000. Cela implique que le nombre moyen d'actionnaires par entreprise est plus faible en 2000 qu'en 1990 (le nombre d'actionnaires possédant 5 % ou plus du capital reste à peu près le même) et que le nombre des participations par actionnaire connaît une baisse encore plus grande (à la fois pour les participations de toute taille et pour celles de 5 % et plus du capital).

(11) Le cas de Mediobanca, le plus connu de ces points de rencontre entre actionnaires, constitue un bon exemple car il contredit la tendance générale en augmentant le nombre de ces actionnaires de vingt-trois à treize au cours de la période observée.

(12) Dans le cas de deux firmes, un lien implique le partage d'au moins un actionnaire important; à la limite, cela signifie faire partie du même groupe. Dans le cas de deux actionnaires, un lien traduit une influence sur la même entreprise ou, à la limite, le partage d'une même appartenance à la coalition qui contrôle la firme.

(13) Rappelons qu'une composante est un sous-ensemble de nœuds tous connectés les uns aux autres, tandis qu'aucun lien n'existe entre nœuds de composantes distinctes.

		Nombre d'entreprises possédées ou d'actionnaires	Nombre de composantes ¹ dont la taille > 2	Taille des composante ¹				Entreprises ou actionnaires isolés ³
				La plus grande	2 ^e plus grande	3 ^e plus grande	4 ^e plus grande	
Actionnariat complet								
1990	Entreprises possédées	205	4	123	3	3	3	71
2000	Entreprises possédées	207	2	102	4	2	2	91
1990	Actionnaires	454	10	322	7	6	6	43
2000	Actionnaires	535	31	297	23	8	7	40
Participation de 5 % et plus								
1990	Entreprises possédées	205	10	40	24	15	7	92
2000	Entreprises possédées	207	11	18	7	6	5	126
1990	Actionnaires	273	21	52	35	8	7	57
2000	Actionnaires	331	42	30	8	8	7	75

Tableau 2 : Composantes des réseaux¹

1) Une composante est un groupe d'entreprises possédées (resp. d'actionnaires) dans lequel toute paire d'entreprises possédées (d'actionnaires) est liée ou connectée par une séquence de liens. La plus grande composante du réseau inclut le plus grand nombre d'entreprises possédées (d'actionnaires).

2) La taille d'une composante est le nombre d'entreprises possédées (d'actionnaires) qu'elle inclut.

3) Les entreprises possédées isolées sont celles qui ne sont liées à aucune autre entreprise possédée, c'est-à-dire qu'elles ne partagent aucun actionnaire avec aucune autre entreprise de l'échantillon. Les actionnaires isolés sont ceux qui ne sont liés à aucun autre, c'est-à-dire qu'ils ne partagent pas de participation à une entreprise avec aucun autre actionnaire (ils sont les seuls actionnaires observés des entreprises qu'ils possèdent).

santes, tandis que le nombre d'isolats (nœuds qui ne sont liés à aucun autre ; cf. dernière colonne du tableau 2) augmente. De la même façon, comme les distances se réduisent dans les composantes plus petites, on comprend également que les distances baissent pour les liens forts.

Les changements sont moins marqués pour les réseaux d'actionnariat complet, mais la tendance reste à la fragmentation. Notons en particulier que la baisse de la moitié du nombre de composantes au sein du réseau des entreprises possédées (seconde colonne) s'explique par la plus faible taille des composantes et par un nombre accru d'isolats. Dans le réseau d'actionnaires, le nombre d'isolats reste globalement le même, mais la taille de la première composante décroît tandis que les composantes suivantes (plus petites) deviennent plus grandes (14).

Résumons les observations réalisées. Par rapport à la taille du réseau, le nombre de liens a baissé. Cette baisse est moins marquée dans le cas des réseaux d'actionnaires où, toutefois, les densités étaient déjà plus

faibles que dans les réseaux des entreprises possédées. En dépit de cela les actionnaires ont toujours été mieux connectés que les entreprises possédées par les liaisons indirectes établies au travers de chaînes de contact. Le nombre plus faible de liens a engendré l'interruption de ces connexions indirectes, à la fois parmi les entreprises possédées et parmi les actionnaires, ce qui eu des incidences, en particulier, sur les connexions les plus fortes et les moins redondantes. Ces réseaux de liens forts étaient déjà très fragmentés en 1990 et ils se sont encore davantage divisés en 2000. Par ailleurs, les réseaux des liens d'actionnariat plus faibles témoignent également d'une tendance à la fragmentation, mais ils conservent leur caractéristique structurale majeure : les deux réseaux d'entreprises possédées et d'actionnaires étaient dominés, et le sont encore, par une grande composante connectée. À ce niveau, le réseau des participations est essentiellement un grand bloc de liens et un grand nombre d'entreprises isolées. Concentrons-nous maintenant sur ces composants et passons à l'analyse de petit monde.

(14) La deuxième plus grande composante qui rassemble vingt-trois actionnaires en 2000 relève en fait davantage de la fiction que de la réalité. Elle est composée de la famille Berlusconi et de vingt-deux compagnies de holding qui appartiennent à la famille Berlusconi elle-même. Les actionnaires se rencontrent comme actionnaires de Fininvest, la première compagnie du groupe Berlusconi. Seuls quatre d'entre eux disposent de parts supérieures à 5 %. Nos données incluent certainement d'autres situations de ce type, et la diffusion des groupes en Italie rend cela inévitable. Ce cas demeure toutefois le plus extrême en raison du nombre d'actionnaires impliqués, ce qui a des incidences sur nos chiffres

à ce niveau. En revanche, ce cas n'affecte pas de façon significative les autres résultats.

(15) La baisse notée pour le réseau des actionnaires est largement due à l'apparition en 2000 d'une seconde plus grande composante avec vingt-trois membres (composante largement fictive, comme la note de bas de page 13 l'a indiqué). En termes de théorie des graphes, cette composante est en fait une clique, c'est-à-dire que tout acteur dans le groupe est lié à tout autre par un lien direct (et pas seulement par une séquence de liens). Cela signifie que cette composante représente à elle seule deux cent cinquante-trois liens.

		Nombre d'entreprises possédées ou d'actionnaires dans la plus grande composante ¹	Liens ²	Degré moyen ³	Distance moyenne ⁴	Clustering ⁵	Distance moyenne (standardisé) ⁶	Clustering (standardisé) ⁷	Coefficient PM ⁸
1990	Entreprises possédées	123	1132	18,407	2,292	0,757	1,387	5,059	3,646
2000	Entreprises possédées	102	517	10,137	2,602	0,690	1,303	6,943	5,328
1990	Actionnaires	322	2157	13,398	2,820	0,850	1,267	20,429	16,120
2000	Propriétaires	297	1819	12,249	3,002	0,868	1,321	21,046	15,932

Tableau 3 : Analyse de petit monde (plus grandes composantes1, réseaux d'actionnariat complet)

Le tableau 3 présente les résultats de l'analyse de petit monde.

La comparaison de la deuxième colonne des tableaux 1 et 3 montre clairement que les plus grandes composantes représentent presque tous les liens dans tous les réseaux. Pour les entreprises possédées, 99 % des liens en 1990 et 98 % en 2000 sont inclus dans la plus grande composante. Les mêmes données pour les réseaux d'actionnaires sont de 96 % et de 79 % (15) respectivement. Le degré moyen présenté dans la colonne suivante représente le nombre moyen de liens que les acteurs ont tissé entre eux et porte la même information que le coefficient de densité présenté dans le tableau 1. Les distances déjà introduites ci-dessus sont maintenant estimées sur les seules paires de nœuds incluses dans la composante (16). Le coefficient de *clustering* estime dans quelle mesure, en moyenne, les contacts de chaque acteur sont liés entre eux ; il mesure la tendance structurale du réseau à se grouper de façon dense entre acteurs qui ont des relations plus lâches au-delà des frontières du groupe.

Les coefficients standardisés sont les ratios des coefficients observés par rapport à des simulations successives de réseaux dont certains des nœuds ont été reconnectés de manière aléatoire. Ils ouvrent la voie à des comparaisons plus significatives entre des réseaux caractérisés par des tailles et des nombres liens différents. Les repères sont des approximations de la distance moyenne et du *clustering* attendus pour un graphe aléatoire ayant le même nombre d'acteurs et le même degré moyen. Ces valeurs sont les limites inférieures pour des coefficients observés qui correspondent à une absence de structure dans la distribution de liens entre paires d'acteurs. Les repères aléatoires et le coefficient de petit monde (PM) ont été calculés à partir de Watts [1999]. Le coefficient de petit monde reporté dans la dernière colonne estime dans quelle mesure les caractéristiques structurales du réseau étudié se rapprochent de celles d'un petit monde, c'est-à-dire d'un réseau avec des distances relativement faibles entre les acteurs en dépit de la tendance relativement grande de ces acteurs à appartenir à des sous-groupes

densément reliés. Ce coefficient de PM est calculé comme le ratio du *clustering* standardisé à la distance standardisée.

Les distances moyennes brutes (non standardisées) sont presque identiques à celles observées pour les réseaux entiers : elles sont un peu plus grandes entre actionnaires et elles augmentent dans les deux réseaux entre 1990 et 2000 ; toutefois ces coefficients ne sont pas très différents entre réseaux et les changements sont faibles. Les coefficients de *clustering* bruts témoignent de la même situation : le *clustering* entre actionnaires est un peu plus élevé et cette différence tend à s'accroître en 2000. Tout comme Kogut et Walker l'avaient observé pour les réseaux allemands, les distances sont toujours plus faibles que le *clustering* de leurs repères aléatoires. Cependant, les valeurs de *clustering* standardisées, qui passent de 5 à 6,9 pour les entreprises possédées et de 20,4 à 21 pour le réseau des actionnaires, sont bien en dessous de celles observées dans le cas allemand (38,18 pour les entreprises possédées et 118,57 pour les actionnaires). Notons toutefois que le ratio entre les valeurs de *clustering* des réseaux d'actionnaires et des réseaux d'entreprises possédées sont à peu près les mêmes dans les deux pays. Les distances standardisées sont beaucoup plus similaires que les distances brutes entre les réseaux et l'amplitude du changement dans le temps est significativement réduite. Elles varient autour de 1.3 dans les deux types de réseaux et convergent au cours du temps. Dans les deux cas, cependant, elles restent bien supérieures à 1, ce qui signifie la présence et la persistance des caractéristiques des petits mondes dans les réseaux. De ce fait, le réseau qui lie les actionnaires italiens ressemble beaucoup plus à un petit monde que le réseau des entreprises possédées. Cette différence entre les réseaux s'explique avant tout par le niveau beaucoup plus élevé de *clustering* dans le réseau des actionnaires.

Ainsi, en dépit de la fragmentation du système, qui a des incidences essentiellement sur les liens forts, les réseaux fondés sur les participations de toutes tailles conservent des caractéristiques structurales de petits

(16) Toutes ces mesures sont très similaires en valeur et / ou en structure à celles qui ont été présentées dans le tableau 1, en raison du poids

important de la plus grande composante sur l'ensemble du réseau. Nous les présentons ici parce qu'elles constituent les éléments des coefficients de petit monde, rapportés dans les colonnes de droite du tableau 3.

mondes, et même les renforcent dans le cas des réseaux d'actionnaires. Néanmoins ces caractéristiques ne sont pas aussi fortes en Italie que dans le cas allemand de Kogut et Walker [2001, 2003] (cf. en particulier le réseau des entreprises possédées en 1990).

CONCLUSION

Dans ce papier, nous avons cherché à étudier l'influence que certains types d'interventions institutionnelles, comme les régulations des marchés financiers et les processus de privatisation, peuvent avoir sur les caractéristiques du réseau des participations financières entre entreprises. Les résultats témoignent d'un impact significatif sur certaines caractéristiques structurales, comme la plus faible densité des liens et un plus grand nombre de groupes d'entreprises interconnectés. En bref, le développement de normes plus saines de protection des petits actionnaires ainsi que la limitation des accords de contrôle (les réformes Draghi) ont eu les effets escomptés de réduction du degré de participation partagée et d'utilisation de blocs de contrôle de la part des grands actionnaires. Ces réformes ont également scindé les principaux groupes d'actionnaires reliés, une caractéristique typique du réseau des participations entre grandes entreprises italiennes, en plusieurs réseaux de taille plus restreinte.

La géographie des centres du pouvoir économique italien s'est déplacée de ses localisations historiques à Milan et Turin vers Rome et d'autres régions hier encore périphériques. (Silvio Berlusconi, premier ministre italien et magnat des médias européens).

Ces tendances ont en outre été renforcées par les programmes de privatisation réalisés au milieu des années 1990 par les gouvernements italiens successifs. D'abord, les groupements reliés aux grands groupes de holding publics (IRI, ENI et EFIM) ont été presque entièrement démantelés, produisant un grand nombre d'acteurs isolés ou faiblement reliés. Ensuite, peu d'entreprises privatisées ont été significativement connectées au réseau des entreprises privées. Beaucoup d'entre elles ont simplement été intégrées à un groupe privé qui les a acquises et ont perdu leurs participations dans les autres entreprises privatisées. Toutefois, de façon notable, le changement significatif de la densité du réseau des participations n'a pas affecté ses caractéristiques d'ensemble en ce qui concerne le degré de *clustering* et la distance moyenne entre acteurs connectés. Pour ceux qui appartiennent

à un grand groupe d'actionnaires reliés, les liens avec les autres co-actionnaires demeurent aussi « fermés » entre eux (c'est-à-dire que leurs homologues ont des liens avec d'autres homologues dans le même cercle) et aussi « proches » les uns des autres en termes de nombre de pas nécessaires pour les relier entre eux. Ainsi, malgré l'accroissement massif de sa fragmentation, le réseau des entreprises italiennes reste un « petit monde » au sens technique comme au sens pratique. Que signifient ces résultats pour le débat de politique publique sur le bon degré de régulation du recours aux participations croisées entre grandes entreprises ? D'après nos données et

nos analyses, les initiatives entreprises dans le contexte italien n'ont connu qu'un succès incomplet ou partiel, ce qui peut être interprété de deux façons très différentes. Selon la première interprétation, les acteurs institutionnels doivent aller plus loin pour atteindre leur but d'éliminer les possibilités de marginalisation ou, pire, d'exploiter, des actionnaires minoritaires. Le réseau des participations croisées, créé pour défendre l'indépendance et l'autonomie de décision des grandes entreprises, reste, dans une large mesure, intact. Seule une intervention de régulation plus poussée pourrait vraiment changer cette situation. En revanche, la seconde interprétation considère quant à elle que cette analyse témoigne du fait que certaines caractéristiques des réseaux de participation ont une applicabilité générale aux systèmes sociaux. Elles ne devraient par conséquent pas faire l'objet d'interventions plus profondes, car de telles interventions auraient très peu de chances de produire les effets désirés. Le réseau des participations croisées pourrait bien posséder des caractéristiques généralisables d'un petit monde, et ces caractéristiques pourraient être assez résistantes au changement institutionnel. Si tel était le cas, le petit monde des réseaux de participations devrait être accepté comme un élément « naturel » de la structure industrielle de tout pays. Il serait alors bien vain d'essayer de se battre contre la nature.

BIBLIOGRAPHIE

- AMATORI, F., BRIOSCHI, F. 1997. « Le grandi imprese private: famiglie e coalizioni » in BARCA, F. (ed.), *Storia del Capitalismo Italiano*, Roma, Donzelli, pp. 117-153
- AMIHUD, Y., LEV, B. 1981. « Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers ». *Bell Journal of Economics* 12: 605-617
- BARCA, F. 1997. « Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano » in BARCA, F. (ed.), *Storia del Capitalismo Italiano*, Roma, Donzelli, pp. 3-115
- BARCA, F., BERTUCCI, F., CAPELLO, G., CASAVOLA, P. 1997. « La trasformazione proprietaria di Fiat, Pirelli e Falck dal 1947 ad oggi » in BARCA, F. (ed.), *Storia del Capitalismo Italiano*, Roma, Donzelli, pp. 155-183
- BRAGANTINI, S. 1996. *Capitalismo all'Italiana*. Milano : Baldini & Castoldi.
- BREIGER, R. L. 1974. « The duality of persons and groups » *Social Forces* 53 : 181-190
- BRIOSCHI, F., BUZZACCHI, L., COLOMBO, M. G. 1990. *Gruppi di Imprese e Mercato Finanziario. La Struttura di Potere nell'Industria Italiana*. Roma : La Nuova Italia Scientifica.
- CHIESI, A. M. 1978. « I legami personali tra i consigli di amministrazione in Italia » *Studi Organizzativi* 4: 25-72
- CHIESI, A. M. 1985. « Property, capital and network structure in Italy » in STOKMAN, F. N., ZIEGLER, R., SCOTT, J. (eds.), *Networks of Corporate Power*, Cambridge, Polity Press, pp. 199-214
- DE NARDIS, S. 2000. « Privatizzazioni, liberalizzazioni, sviluppo: introduzione e sintesi » in DE NARDIS, S. (ed.), *Le Privatizzazioni Italiane*, Bologna, Il Mulino, pp. 9-41
- DE CECCO, M., FERRI, G. 1996. *Le Banche d'Affari in Italia*. Bologna: Il Mulino.
- INZERILLO, U., MESSORI, M. 2000. Le privatizzazioni bancarie in Italia. In DE NARDIS, S. (ed.), *Le Privatizzazioni Italiane*, Bologna, Il Mulino, pp. 119-190
- JEWKES, S. 1999. Seismic shift. Italian banks feel the effects of globalization. *Europe*, October: 32-33
- KOGUT, B., WALKER, G. 2001. The small world of Germany and the durability of national networks. *American Sociological Review* 66: 317-335
- MALGARINI, M. 2000. Le privatizzazioni in Italia negli anni novanta: una quantificazione. In DE NARDIS, S. (ed.), *Le Privatizzazioni Italiane*, Bologna, Il Mulino, pp. 85-117
- MATTIOLI, R. 1962. I problemi attuali del credito. *Mondo Economico* 2 : 1-5. (Reprinted in VILLARI, L. (ed.) 1972, *Il Capitalismo Italiano del Novecento*, Bari, Laterza, pp. 662-680)
- SCALFARI, E., TURANI, G. 1974. *Razza Padrona. Storia della Borghesia di Stato*. Milano : Feltrinelli.
- SCOTT, J. 1987. « Intercorporate structures in Western Europe : a comparative historical analysis » in MIZRUCHI, M. S., SCHWARTZ, M. (eds.), *Intercorporate Relations*, New York, Cambridge University Press, pp. 208-232
- SPICER, A., MCDERMOTT, G. A., KOGUT, B. 2000. « Entrepreneurship and privatization in Central Europe : The tenuous balance between destruction and creation » *Academy of Management Review* 25 : 630-649
- STOKMAN, F. N., ZIEGLER, R., SCOTT, J. (eds.) 1985. *Networks of Corporate Power. A Comparative Analysis of Ten Countries*. Cambridge : Polity Press.
- The Economist*, 2001. « Finance and economics : Mediobanca on the back foot ». June 23: 70-71
- The Economist*, 1999. « Business : Caveat emptor » October 9 : 82-83
- WATTS, D. 1999. « Networks, dynamics, and the small-world phenomenon » *American Journal of Sociology* 105: 493-527