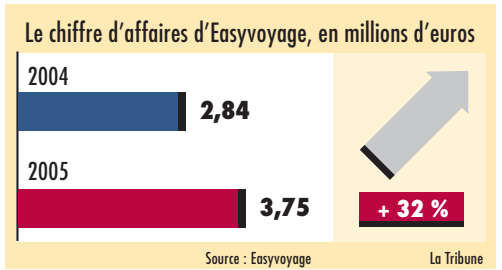


CHRONIQUE DES MARCHÉS

PASCAL BOULARD

Un voyage facile et enrichissant



Easyvoyage est une société créée au beau moment de l'explosion de la bulle Internet. Elle propose sur son site Web un méta-moteur de comparaison de prix dédié au voyage comme Kelkoo ou shopping.com le font pour des objets numériques ou produits de tous les jours. Elle édite aussi du contenu touristique. Ses sources de revenus sont de plusieurs ordres dont la publicité, les liens sponsorisés et les commissions sur vente de vols et de voyages. L'année dernière, Easyvoyage a réalisé un chiffre d'affaires de 3,75 millions d'euros et dégagé une marge nette de 22,91 %.

Mais tout n'a pas été rose dans la vie de la société. Fin 2001, elle a dû accueillir de nouveaux actionnaires qui lui ont apporté 180.000 euros. La participation du fondateur, Jean-Pierre Nadir-Benabadji, a été réduite de 36 % à 20 %. Cependant, les nouveaux actionnaires, souhaitant qu'il redresse l'entreprise, lui ont promis de lui reverser 35 % de la plus-value qu'ils pourraient réaliser en cas de cession de la société (accord du 31 décembre 2001). En mars 2006, les actionnaires et Jean-Pierre Nadir ont décidé de mettre en place un mécanisme « dont l'effet économique est équivalent à celui prévu par l'accord du 31 décembre 2001 », précise le prospectus d'émission. Il s'agit de l'émission de 867.900 bons de créateur d'entreprise (BCE) qui lui permettent de souscrire à un maximum de 500.000 actions à 3 euros. Comme un bienfait ne vient jamais seul, le secrétaire général Hervé Lemoine, « homme clef de la société », selon le prospectus, s'est vu attribuer lui aussi des BCE d'une autre catégorie qui lui permettront, après souscription à des actions à 3 euros, de détenir environ 0,54 % du capital d'Easyvoyage, à la suite de l'introduction sur Alternext et l'augmentation de capital. Pour mémoire, Easyvoyage s'introduit en Bourse et la fourchette de prix a été située entre 12,95 euros et 14,96 euros par CM-CIC Securities. Et, précise le prospectus, la dilution liée au BCE est « supportée » par les actionnaires historiques...

LA FOURCHETTE DE PRIX A ÉTÉ SITUÉE ENTRE 12,95 ET 14,96 EUROS.

l'analyse du jour LE CAPITALISME FRANÇAIS EN PLEINE EFFERVESCENCE

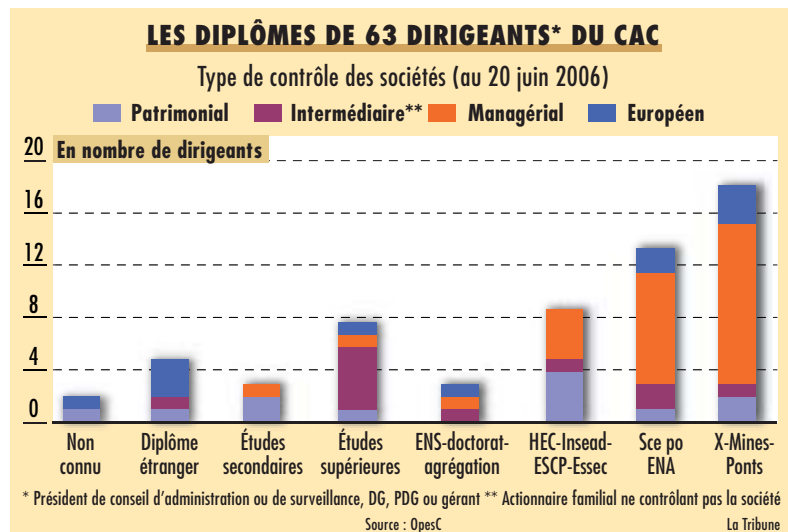
Les milieux d'affaires sans parrain

- Les affaires qui secouent le capitalisme français révèlent l'absence de régulation.
- L'abandon du capitalisme d'État et des participations croisées laisse un vide que les fonds d'investissement ne semblent pas prêts à combler.

Le milieu français des affaires est en pleine ébullition. Alors que le flux des opérations de fusion-acquisition ne semble pas devoir se tarir, de nombreuses sociétés donnent le triste spectacle d'états-majors se déchirant pour le pouvoir et les prérogatives financières qu'il procure, telles EADS ou Vinci. D'autres, comme Arcelor, Euronext ou Suez, en lutte pour leur survie, s'engagent dans des alliances qui auraient été jugées improbables il y a peu de temps encore. La vie des affaires n'a jamais été sereine et tranquille, mais on assiste aujourd'hui à une effervescence rare qui, si l'on dépasse l'anecdote, révèle une transformation profonde des règles d'organisation de ce milieu.

Les « affaires » qui secouent actuellement le capitalisme français ont pour point commun de révéler des problèmes de gouvernance symptomatiques de la dérégulation socio-financière de ce milieu. Contrairement aux marchés, les milieux sociaux ne s'autorégulent pas suivant une logique rationnelle d'offre et de demande, mais dépendent d'ambitions personnelles et d'anticipations subjectives, de stratégies d'alliances et d'allégeances, de logiques de promotion et de disqualification qui, pour les entreprises managériales françaises, plantent leurs racines dans les grandes écoles et les cabinets ministériels (voir graphique). Autant de ressources objectives qui concourent à construire les réseaux de chaque dirigeant et à former un milieu social sélectif dans lequel les grands patrons se reconnaissent et se cooptent. C'est cela que, par simplification, on nomme « le milieu des affaires ». Toutefois, cette organisation sociale ne peut perdurer qu'à condition d'être doublée de liens financiers durables.

Déclassement. Historiquement, la structure sociale des dirigeants était étroitement liée à celle du capital de leur entreprise. Or, les liens financiers qui supportaient l'architecture sociale ont disparu, au cours des années 1990, suite au désengagement de l'État et à la dissolution des participations croisées. Le retrait de l'État comme actionnaire principal des entreprises a eu pour effet de priver le capitalisme français d'une instance de régulation centralisée. À cet égard, le ministère de l'Économie et des Finances a longtemps eu un rôle de juge de paix des tensions qui animent les relations entre grands patrons. Juste ou injuste, éclairée ou non, cette position de l'État offrait des repères à peu près stables aux acteurs et des garanties en termes de carrière. Ainsi, avant les scandales des années 1990, qui ont littéralement décapité le capitalisme français (Suard, Haberer, Pineau-Valencienne, Le Floch-Prigent, Gomez), la plupart des grands patrons trouvaient à se « recaser » une fois leur mandat achevé. La possibilité de reprendre la tête d'une grande entreprise est devenue aujourd'hui rarissime. On pense à André Lévy-Lang (Paribas), Jean-Marie Messier (Vivendi), Jean Peyrelevade (Crédit Lyonnais), Pierre Bilger (Alstom), Igor Landau (Aventis), Jean-Marc Espalieux (Accor). Serge Weingberg (PPR/Accor) fait à ce titre figure d'exception. Il ne faut pas négliger l'impact



LE MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES A LONGTEMPS EU UN RÔLE DE JUGE DE PAIX DES TENSIONS QUI ANIMENT LES RELATIONS ENTRE GRANDS PATRONS.

psychologique de l'impossibilité d'une deuxième chance pour ces acteurs ; toute éviction équivaut aujourd'hui à un déclassement : « On ne compte plus. »

Les participations croisées ont joué cette fonction régulatrice, en liant les patrons les uns aux autres par un maillage complexe. Toutefois, l'immobilisation de fonds propres nécessaire à cette organisation était contraire aux nouvelles pratiques financières. Elles ont très rapidement disparu au point que la seule participation croisée au sein du CAC 40 est celle entre Axa et BNP Paribas.

Aujourd'hui, les dirigeants font face à un actionariat éclaté ou à de nouveaux actionnaires de référence qu'ils ne connaissent pas bien et dont ils ne peuvent apprécier l'engagement à long terme.

Le découplage entre manager et contrôle du capital introduit un facteur d'incertitude majeur, encore plus important que les changements de majorité politique ou les renversements d'alliances financières.

Nouveaux agents régulateurs. Les gestionnaires d'actifs sont, aujourd'hui, les seuls à avoir les moyens financiers de jouer les arbitres. Ainsi, les huit premiers de la place de Paris gèrent à eux seuls près de 2.129 milliards d'euros, dont environ 516 milliards en actions (voir tableau 2).

Toutefois, ce rôle prépondérant ne s'est pas traduit, pour l'instant, par l'instauration de nouvelles règles offrant aux dirigeants une visibilité à long terme. Au contraire, l'attention portée par les fonds aux perspectives de valorisation des titres et aux critères formels de bonne gouvernance favorise l'émergence d'une rhétorique de la création de valeur qui masque et perturbe les logiques d'accession et de maintien au pouvoir.

Les attermoissements de l'affaire Arcelor-Mittal-Severstal dont la question centrale est celle du contrôle de la future entité sont révélateurs de cette dérégulation. Isolé socialement et financièrement, le management d'Arcelor n'avait d'autres choix que d'essayer de neutraliser ses prédateurs pour sauvegarder au mieux sa position. Mais les marchés en ont décidé autrement. Il est toutefois peu probable que les gestionnaires d'actifs, eux-mêmes engagés eux-mêmes dans un processus de concentration et de recherche de la performance à tout crin, deviennent, à court terme, l'instance régulatrice des milieux d'affaires.

Éric Grémont et François-Xavier Dudouet, de l'Observatoire politico-économique des structures du capitalisme (www.opesc.org)