



Observatoire politico-économique
des structures du Capitalisme

L'OPERATION ACCOR-CLUB MED

Eric Grémont & François-Xavier Dudouet

Le vendredi 11 juin 2004 était annoncé le rachat par Accor des parts du groupe Agnelli et de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) dans le Club Méditerranée (**Club Med**)¹. Accor entrait ainsi à hauteur de 28,9 % dans le capital du Club Med, mettant ainsi fin à quelques trente années de compagnonnage entre la Famille Agnelli et le célèbre voyageur français. Le communiqué commun, publié à cette occasion, présentait l'opération comme « *un atout majeur pour la stratégie de montée en gamme* » du Club Med et l'opportunité de lui offrir « *un actionnaire industriel stable* »². Des synergies industrielles étaient, en outre, évoquées entre Accor et le Club Med, que devait favoriser la proximité de métier des deux groupes. Ces synergies ont été annoncées le 14 décembre 2004 : 33 millions d'euros pour Accor et 63 millions d'euros pour le Club Med³ de gains escomptés sur trois ans.

A elles seules, les synergies industrielles annoncées ne sauraient toutefois rendre compte de l'ensemble des motifs de l'accord. Quels intérêts le groupe Agnelli et la CDC avaient-ils de se séparer de leurs participations dans le Club Med au profit d'Accor ? Quant au groupe hôtelier que lui rapporte exactement ce rapprochement avec le Club Med ? Ramenées à un gain moyen annuel de 11 millions d'euros, les synergies escomptées pour Accor ne représentent jamais que 4% de ses bénéfices pour 2003, qui n'est pas une très bonne année. Enfin, même si le Club Med est dans une phase de redressement, la société reste encore convalescente et le retour rapide à des profits importants n'est pas encore garanti.

Ainsi, et sans nier les synergies industrielles entre Accor et le Club Med qui ont été abondamment traitées par ailleurs, il convient de rechercher d'éventuels autres motifs à ce rapprochement. Il faut tout d'abord voir dans le déclenchement de cette opération une question d'opportunité : ce n'est pas la première fois qu'un rapprochement entre Accor et le Club Med est évoqué, mais c'est la première fois qu'il aboutit. Quelle conjoncture favorable est survenue pour que l'opération soit devenue possible au printemps 2004 ? L'existence d'une fenêtre

¹ Caisse des Dépôts et Consignations ; Exor ; Finanzaria de Participazioni SpA ; Accor ; Club Méditerranée, *Entrée de Accor dans le capital du Club Méditerranée : un atout majeur de montée en gamme et du développement du Club Méditerranée*, Communiqué de presse du 11 juin 2004. Disponible sur le site de l'AMF : <http://www.amf-france.org>.

² *Ibidem*

³ Accor ; Club Méditerranée, *Point à date sur les synergies Accor/Club Méditerranée*, Communiqué de Presse du 14.12.2004.

d'opportunité ne suffit toutefois pas à pleinement expliquer qu'elle soit saisie sans que ne soient présentes d'autres conditions, financières et relationnelles.

L'objet des présents développements est d'apporter un éclairage nouveau sur les conditions sous-jacentes du rapprochement, au travers d'une analyse socio-économique méthodique des informations rendues publiques au sujet de cette opération (notamment par les entreprises impliquées) et d'autres informations librement accessibles au public, en s'attachant aux liens entre les modalités financières de l'opération (1) et les relations sociales qu'entretiennent les dirigeants des différents groupes impliqués (2).

Aux termes de cette analyse, il ressort que :

- Les modalités de l'opération font clairement ressortir les impératifs de chacune des parties : à la Famille Agnelli une sortie du capital dans de bonnes conditions, à la CDC l'échange de sa participation au sein du Club contre un renforcement significatif au sein du groupe Accor qui s'opère discrètement par le biais de la solution de refinancement choisie.
- L'analyse des structures sociales et actionnariales des sociétés concernées par le rachat du Club Med par Accor, vient compléter utilement les explications en termes de synergies industrielles mises en avant par les protagonistes. En effet, il semble que l'accord n'aurait certainement pas vu le jour sous cette forme, peut-être n'aurait-il même pas été possible, sans les intérêts croisés tant sur le plan capitalistique que social des différentes parties. Cet exemple invite, donc, à envisager les mouvements financiers non pas du seul point de vue des critères économiques, mais en convergence avec l'analyse sociale des dirigeants.

1. LE DESENGAGEMENT DE LA FAMILLE AGNELLI ET L'ENGAGEMENT D'ACCOR

1.1. Une question d'opportunité

L'entrée d'Accor au capital du Club Med comme première actionnaire est en premier lieu une question d'opportunité qui procède pour l'essentiel de la volonté du groupe Agnelli de se désengager du vacancier français, faisant du Club Med une entreprise sur le marché.

Prévoyant, Giovanni Agnelli avait conduit de son vivant de vastes opérations de diversification du patrimoine familial. C'est ainsi que cette illustre Famille du capitalisme transalpin était devenue l'un des actionnaires de référence du Club Méditerranée dès 1974, avant de s'y renforcer encore au milieu des années 1990.

De toute évidence, le choix du secteur du tourisme ne doit rien au hasard : la Famille Agnelli détient également des participations au sein d'un important tour-opérateur Italien, Alpitour⁴ (au travers de l'Ifil) et du groupe Accor (au travers de la compagnie financière Worms). En 2002, Worms avait cédé la moitié de sa participation dans Accor, ce qui laissait augurer d'un plus vaste désengagement du secteur.

Les difficultés que le groupe Agnelli connaît en Italie ont certainement pesé dans la décision de vendre sa participation dans le Club Med ; la question essentielle étant alors de négocier dans de bonnes conditions leur retrait d'une société elle-même en difficulté.

⁴ IFIL, *First Half Report 2004*. Disponible sur le site d'Ifil : <http://www.ifil.it>

Le départ du premier actionnaire du Club Med soulevait un certain nombre de difficultés et la mise sur le marché de presque un quart des titres laissait en suspens la question de l'identité de son futur repreneur. L'un des enjeux à cet égard étant de savoir si les investisseurs français laisseraient partir cette entreprise emblématique à l'étranger : le soin apporté par les Agnelli à y maintenir une direction française ne serait peut-être pas suivi par d'autres ; et qui aurait pu vouloir, en France, d'une société en difficulté comme le Club Med ? Qui surtout aurait été prêt à payer un prix permettant à la Famille Agnelli de se retirer dans des conditions convenables ?

Dans ces conditions, Accor se présentait certainement comme le meilleur candidat : il offrait au Club Med un actionnaire de référence solide tout en maintenant cette entreprise emblématique dans le capitalisme français. De plus, l'implantation d'Accor dans le secteur du tourisme était à même d'apporter une justification économiquement rationnelle : un tel rapprochement permettant, notamment, d'étendre le cœur de métier d'Accor du voyage *business* vers le voyage *leisure* ; les deux tendant de plus en plus à se recouper, selon Jean-Marc Espalioux, Président du Directoire d'Accor⁵.

Les modalités du rachat n'étaient pas, pour autant, garanties *a priori*. Aux termes de l'accord, le prix payé par le groupe hôtelier correspond presque exactement à ses bénéfices pour 2003⁶. Si l'on compare les gains escomptés des synergies industrielles, hors d'éventuels dividendes versés par le Club Med, ceux-ci n'auraient pas remboursé sur huit ans la somme versée pour le rachat (33 millions € contre 252 millions € de prix plancher).

C'est là que la Caisse des Dépôts entre en scène, en permettant, comme nous le verrons, le financement de l'opération. L'intérêt de la CDC dans cette opération est multiple : deuxième actionnaire de référence du Club Med, elle peut ainsi saisir une opportunité de se séparer de ses titres dans de bonnes conditions, tout en offrant au Club Med un actionnaire de référence français et, dans le même temps, se renforcer au capital d'Accor et donc ne pas perdre de vue le Club Med.

Un ensemble de facteurs, dont la volonté de retrait du groupe Agnelli n'est pas le moindre, a donc créé cette fenêtre d'opportunité qui a vu Accor prendre le contrôle du Club Méditerranée.

1.2. L'accord⁷

Le groupe Agnelli cède 4 100 000 titres Club Med moyennant 45 € par action, tout en se réservant le bénéfice d'une sorte de clause de retour à meilleure fortune : en effet suivant la situation financière du Club Med en 2005 ou en 2006 il pourrait toucher un supplément de prix qui sera au maximum de 10 € par titre. L'aventure avec le Club Med se conclut finalement sur une note positive, en dépit du parcours financier chaotique de la société ces dernières années (Ifil enregistrera une plus-value au titre de cette cession

⁵ Caisse des Dépôts et Consignations ; Exor ; Finanzaria de Partecipazioni SpA ; Accor ; Club Méditerranée, *Op. Cit.*

⁶ 270 millions € contre 278 millions € estimés pour le rachat des parts du groupe Agnelli et de la CDC.

⁷ Accor, *Un partenariat stratégique qui renforce la position de Accor dans le tourisme mondial*, Communiqué de presse du 11 juin 2004. Disponible sur le site de l'AMF : <http://www.amf-france.org>.

de 24,4 millions €)⁸. Enfin, le groupe Agnelli possède encore 76.614 Obligations convertibles en actions nouvelles (OCEANE) Club Med que les comptes semestriels valorisent à près de 4,7 millions €.⁹

De son côté, la Caisse des Dépôts cède 1,5 millions de titres au même prix que le groupe Agnelli. En revanche la clause de retour à meilleure fortune dont elle bénéficie également traduit son engagement aux cotés du groupe Accor : en cas de redressement du Club Med, Accor lui versera le complément de prix en titres Accor soit un maximum de 550.000 actions prélevées sur l'autocontrôle. Il s'agit là d'un bonus très proche de celui promis à l'Ifil, même si son montant final est conditionné par le parcours boursier du groupe Accor. On peut juger du sens des responsabilités de la CDC et de son engagement auprès d'Accor : elle a permis et encouragé la création d'un champion français du tourisme tout en réorientant ses investissements dans une direction qu'elle juge plus pertinente. Son rôle ne s'arrête d'ailleurs pas là, comme l'examen du financement de l'opération le montrera.

Les autres actionnaires du Club Med (si l'on ne tient pas compte du fait qu'ils n'auront pas eu l'opportunité de se désengager comme l'ont fait le groupe Agnelli et la CDC avec un bonus proche de 31% sur les cours précédant l'opération) peuvent être réconfortés par la perspective des profits potentiels découlant des synergies à venir. D'ailleurs au vu des résultats semestriels 2004, il semble bien que le redressement du groupe soit en bonne voie malgré l'endettement relativement lourd qu'il supporte depuis l'acquisition de Jet Tour.¹⁰

1.3. Le financement de l'opération

Accor a assuré le financement de l'opération par une émission, fin juillet, d'Obligations Remboursables en Actions Nouvelles ou en Numéraire (ORANE) pour un montant brut de 278.613.000 € portant création à terme de 6.965.325 actions moyennant un cours de conversion de 40 €.

Ces obligations sont rémunérées à un taux équivalent à l'Euribor deux mois plus quarante points de base. La CDC s'est engagée à souscrire pour 100 % à l'opération d'émission d'obligations convertibles dans le cas où d'autres actionnaires ne saisiraient pas cette opportunité. Au regard du faible taux d'intérêt et de la parité de conversion désavantageuse, l'intervention d'autres souscripteurs que la CDC était pour le moins incertaine. En effet, pour l'investisseur 'moyen' s'intéressant au groupe Accor, il aurait semblé plus pertinent d'acquérir des actions ordinaires dont le rendement était supérieur à celle des ORANE et dont le cours était, sur la période juin-décembre 2004, bien inférieur. C'est d'ailleurs une éventualité suffisamment forte pour que la note d'opération relative à l'émission évoque la possibilité d'une souscription à 100 % de la CDC et de ses effets sur la répartition du capital. Pour autant, la plus-value dégagée par

⁸ Y compris Exor dont les comptes sont consolidés dans ceux d'Ifil. Non compris les éventuels amortissements de survaleurs que le groupe a pu imputer à la valorisation de sa participation dans le Club. Voir IFIL, *First Half Report 2004*. On notera au passage que le rapport évoque la possibilité d'un supplément de prix sans en préciser le montant probable.

⁹ IFIL, *First Half Report 2004*. Là encore, le rapport évoque la possibilité d'un supplément de prix sans en préciser le montant probable.

¹⁰ Club Méditerranée, *Chiffre d'affaires hivers 04 : + 2,4% en comparable*, Communiqué de presse du 11 juin 2004. Disponible sur le site de l'AMF : <http://www.amf-france.org>.

la vente des titres du Club Med compensait en partie la parité défavorable de 40 €. En somme le prix généreux proposé par Accor pour le Club Med permet à la CDC de souscrire à une offre qui aurait été relativement désavantageuse pour un tiers. De fait, dans son communiqué de presse du 22 octobre 2004, Accor annonçait que l'émission d'ORANE avait été souscrite à 96% par la CDC.¹¹

Les ORANE détenues par la CDC ont été remboursées sous forme d'actions nouvelles le 8 novembre 2004, portant ainsi le poids de la CDC dans Accor à 7,56% des parts et 7,17% des droits de vote.

1.4. Le coût définitif de l'opération

Faute d'information précise sur les dispositions relatives au supplément de prix (qui sont confidentielles à notre connaissance), l'évaluation du prix définitif de l'opération ne peut s'appuyer que sur l'écart entre le financement et le coût initial.

Quelques particularités de la procédure de financement de l'opération méritent d'être relevées : le montant levé par l'émission d'ORANE (278 613 000 €) est supérieure de 26,613 millions € à la somme initialement due pour le rachat des parts du Club Med (252 millions €), soit un peu plus de 10%. Dans la mesure où le groupe Accor ne semble pas avoir besoin de financement en dépit d'une année 2003 assez terne, on peut penser que ce montant doit s'approcher du supplément de prix qu'Accor pourrait devoir régler au groupe Agnelli dans le cadre de la clause de retour à meilleure fortune, soit un montant proche de 6 euros par titre. Cet élément semble permettre d'extrapoler le coût définitif de l'opération pour le groupe hôtelier et ses actionnaires.

Si l'on postule que le groupe Agnelli recevra *in fine* un supplément de 6 euros par titre, le prix moyen par titre acheté devrait se situer aux alentours de 51 euros, soit un 'bonus' de presque 50% sur les cours précédant immédiatement l'opération.

En ce qui concerne la part supplémentaire revenant à la CDC, en présumant qu'elle est proportionnelle à celle perçue par le groupe Agnelli, elle devrait avoisiner les 270.000 titres soit près de 0,135% du capital d'Accor. Un montant dont on doit noter qu'il est parfaitement compatible avec l'autocontrôle actuel du groupe.

En conséquence, et sur la base d'un prix complémentaire moyen de 6 €, le coût final serait voisin de 285 millions d'euros pour 5,6 millions de titres, soit 28,9% du capital.

A un tel prix unitaire, le Club Med aurait été valorisé à près d'un milliard d'euros (45 € de prix plancher et 6 € de bonus probable) soit un PER voisin de 16 si l'on retient sa meilleure année sur une période de 7 ans (année 2000 : résultats nets part du groupe de 59 millions €). A titre de comparaison on peut signaler que, sur la base d'un cours de 33 euros, les titres Accor se négocient actuellement à 27 fois le montant de ses résultats annuels 2003 (plus mauvaise année en matière de résultats nets du groupe depuis 1999). Sur la base des résultats de 2001 le PER actuel tomberait à 14. Autrement dit, si on postule un retour rapide de ces deux compagnies aux meilleurs résultats annuels de leur

¹¹ Accor, *Autorisation de la Commission Européenne : La prise de participation par Accor de 29,9% du Club Méditerranée est effective*. Communiqué de presse du 22 octobre 2004. Disponible sur le site de l'AMF : <http://www.amf-france.org>.

histoire récente, il semble bien que le rachat d'actions Accor en vue de leur annulation aurait été une meilleure affaire pour l'actionnaire.

Pour autant, la politique actuelle d'Accor en matière de dividendes – maintenue malgré la baisse des résultats nets¹² – semble ne pas laisser beaucoup de [marge] financière pour une telle opération.

Le coût de la souscription pour la CDC (à hauteur de 96% de l'émission obligataire) est revenu à 46.806.984 euros de plus que si elle avait acquis les actions ordinaires sur le marché au fil de l'eau pour un cours moyen de 33 €. ¹³ Cette moins-value apparente doit être mise en perspective avec la plus-value certaine réalisée sur la vente des titres Club Med (16,5 millions €) à laquelle s'ajoutent (raient) 10 millions d'euros de 'bonus' probable soit un total d'à peu près 26,5 millions d'euros. Cela laisse en définitive subsister un décalage apparent d'environ 20 millions d'euros en défaveur de la CDC. Toutefois, cette opération lui permet d'échanger une place de deuxième investisseur au sein du Club Med contre un renforcement de sa position de premier actionnaire de référence d'Accor, entreprise dont les perspectives d'avenir sont tout de même autrement plus assurées que celle du Club Med.

Les actionnaires du groupe Accor ont payé cette acquisition par le biais d'une dilution relativement limitée du capital : aux alentours de 3,2%. Au regard de la parité de l'obligation en titre, on peut dire que le nouvel entrant paiera son arrivée à un prix qui respecte les intérêts des actionnaires antérieurs à l'opération. En revanche, il semble incertain que les résultats à venir du Club Med permettront de récupérer rapidement la dilution en terme de bénéfice net par action (BNPA). On doit noter que les documents communiqués jusqu'à présent (résultats semestriels, plan d'action commun, etc...) ne donnent pas d'information précise à cet égard. Ainsi, à titre d'illustration, le retour du Club Med à un résultat net de 60 millions € entraînerait un BNPA supplémentaire par action Accor de l'ordre de 0,10 €, montant très proche de la décote entraînée par la dilution sur le BNPA 2003.

En conséquence, il semble possible de considérer que la CDC et le groupe Accor se sont engagés dans une opération qui ne sera rentable que dans deux ou trois ans au minimum ; étant toutefois à souligner que, au regard de l'ampleur de l'opération, ce sont essentiellement les résultats du *core business* d'Accor qui seront déterminants sur l'évolution du BNPA.

En définitive, les modalités de l'opération font clairement ressortir les impératifs de chacune des parties : à la Famille Agnelli une sortie du capital dans de bonnes conditions, à la CDC l'échange de sa participation au sein du Club contre un renforcement significatif au sein du groupe Accor qui s'opère discrètement par le biais de la solution de refinancement choisie.

¹² Voir sur ce point : Accor, *Document de Référence 2003*.

¹³ Accor, *Autorisation de la Commission Européenne : La prise de participation par Accor de 29,9% du Club Méditerranée est effective*. Communiqué de presse du 22 octobre 2004. Disponible sur le site de l'AMF : <http://www.amf-france.org>.

2. L'ARRIERE-PLAN SOCIAL ET ACTIONARIAL DE L'ACCORD

2.1. Les structures socio-capitalistiques antérieures à l'accord

Dans toute entreprise, la composition des conseils et la répartition du capital entre les actionnaires de référence n'est pas le fruit du hasard, mais bien le résultat de stratégies souvent inscrites dans le moyen ou long terme. De fait ces deux aspects, l'un, social, parce qu'il rend compte de la direction de l'entreprise et des relations entre dirigeants, l'autre, capitalistique, parce qu'il manifeste les droits de propriété, sont essentiels à la compréhension d'une société et de ses orientations. Ces deux dimensions peuvent être entendues comme des données structurelles pour deux raisons. Tout d'abord, elles connaissent chacune relativement peu de modifications en opposition aux variables plus contingentes ou conjoncturelles que sont par exemple les résultats d'activité. Ensuite quand des modifications majeures interviennent dans la composition des conseils ou du capital, celles-ci sont susceptibles de modifier assez profondément la gestion et la stratégie de l'entreprise, notamment dans le cas des fusions. Enfin, il existe une interdépendance manifeste entre la composition des conseils et la répartition du capital que désigne l'expression structures socio-capitalistiques.

Concernant l'accord de juin 2004, l'analyse des structures socio-capitalistiques montre que les quatre groupes entretenaient des liens assez étroits. Que Accor soit apparu comme un candidat idéal au rachat en raison de sa proximité de métier est un fait. Toutefois, le groupe hôtelier français n'était pas le seul à être dans ce cas. Le voyageur allemand TUI offrait lui aussi une très forte proximité industrielle. On peut alors se demander ce qui faisait que la chaîne hôtelière française soit apparue comme le meilleur candidat, au point qu'aucune autre négociation n'ait été entamée.

Outre leur proximité industrielle, Accor et le Club Med bénéficiaient d'une proximité de leurs structures socio-capitalistiques. En effet, les deux sociétés partageaient des actionnaires de référence communs : la CDC et la Famille Agnelli, qui étaient ou avaient été représentés dans leurs conseils de surveillance.

Les figures 1 et 2 précisent la structure actionariale des deux entreprises.

Figure 1

Répartition du capital du club au 02.01.2004

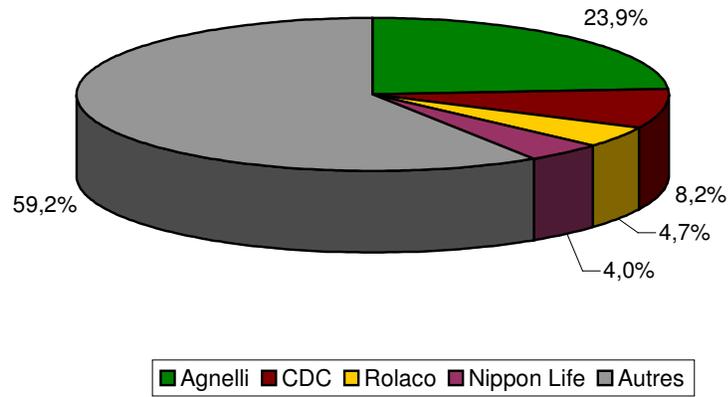
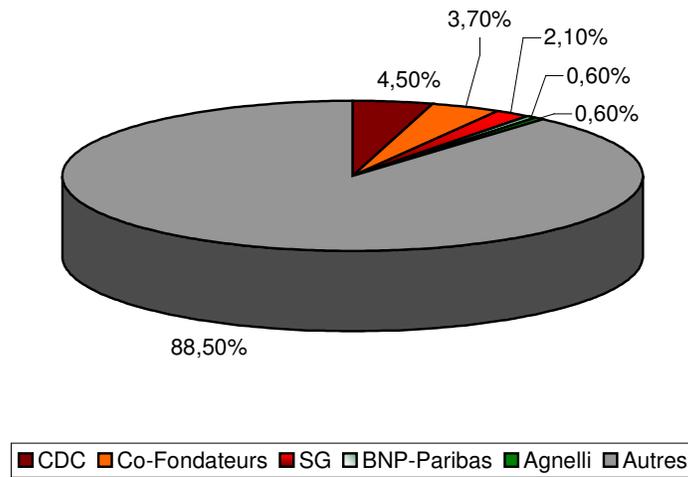


Figure 2

Répartition du Capital d'Accor au 31.12.2003



La faiblesse relative des actionnaires de référence dans la part du capital d'Accor par rapport au Club Med doit être rapportée à la valeur absolue de la capitalisation boursière de ces deux entreprises. Accor représentait au 31 décembre 2003 plus de 7 milliards d'euros alors que le Club Med atteignait une capitalisation d'un peu plus de 618 millions d'euros. La part relative de contrôle n'a pas du tout la même signification entre des sociétés, dont la capitalisation varie du simple au décuple. Ainsi les actionnaires de référence d'Accor contrôlaient avec 11,5% du capital un montant de 800 millions d'euros alors que les actionnaires de référence du Club Med avec un peu plus de 40% du capital rassemblent 252 millions €.

Ainsi, les deux sociétés étaient liées par des actionnaires de référence communs, certes à des degrés divers (si la CDC est le premier actionnaire d'Accor, elle n'est qu'en seconde position dans le capital du Club Med et le groupe Agnelli, s'il est l'actionnaire principal du Club Med, n'apparaît qu'à la sixième position chez Accor). On remarquera que les quelques 40 % détenus par les actionnaires de référence du Club Med, évalués à environ 252 millions € au 31 décembre 2003, correspondait très exactement au prix (hors bonus) dépensé par Accor pour prendre le contrôle du Club Med.

La structure sociale des conseils de surveillance d'Accor et du Club Med fait écho à cette structure capitalistique (Voir figures 3 et 4).

Figure 3

Répartition des sièges au Conseil de Surveillance du Club au 31.12.2003

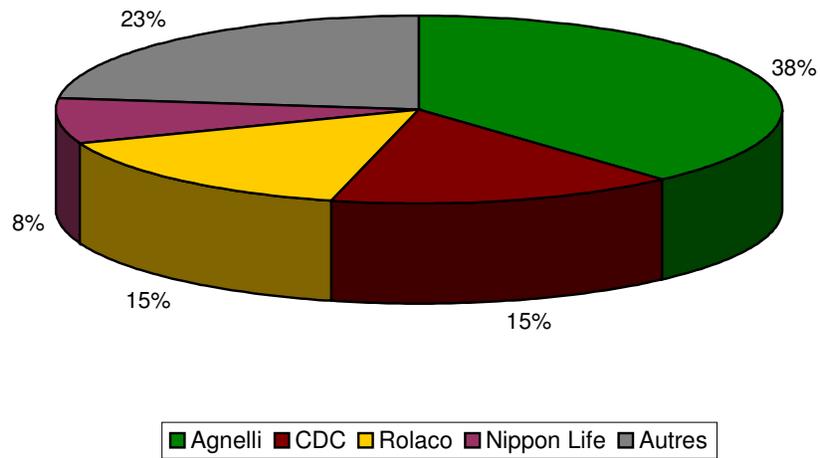
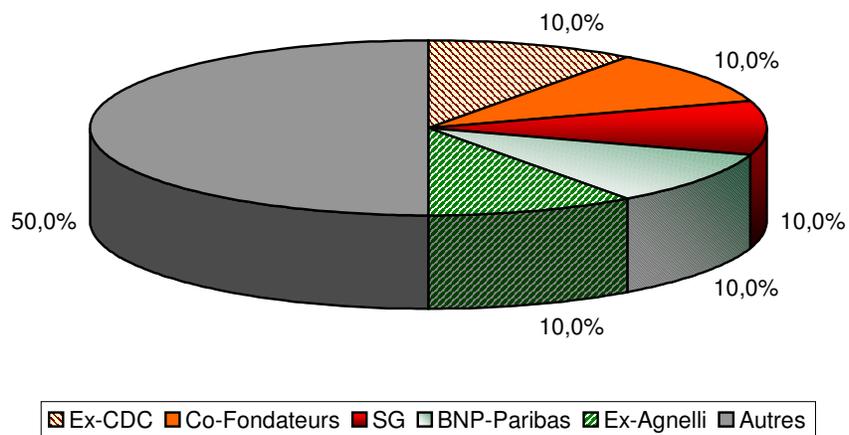


Figure 4

Répartition des sièges au Conseil de Surveillance d'Accor au 31.12.2003



La position de premier actionnaire du groupe Agnelli dans le Club Med se retrouve dans la composition du conseil de surveillance : 38% des sièges (5 sur 13) sont dévolus à ses représentants, dont celui de Président qui revient à Pascal Lebard (Directeur Général d'Exor). La CDC deuxième actionnaire du Club Med, arrive logiquement en deuxième position avec 15% des sièges (2 sur 13) dont celui de vice-président attribué à Willy Stricker (président-directeur général de CDC IXIS Private Equity). Il existe ainsi pour le Club Med une homologie quasi parfaite entre la structure du capital et la composition du Conseil de surveillance.

Curieusement, bien que premier actionnaire d'Accor, la CDC n'est pas représentée au conseil de surveillance d'Accor au 31 décembre 2003. Cette absence correspond, semble-t-il, à une période de transition qui s'explique par les changements intervenus en 2003 au sein de la direction de la CDC. Isabelle Bouillot, qui représentait les intérêts de la CDC au sein d'Accor depuis 1996, a quitté courant 2003 les diverses fonctions qu'elle occupait dans le groupe, notamment son siège de Présidente du directoire de CDC Finances-CDC IXIS. Siégeant chez Accor en son nom propre, elle n'a pas démissionné et bien qu'elle ne représente plus les intérêts de la CDC, il a paru opportun de la distinguer dans la composition du conseil de surveillance d'Accor comme Ex-CDC (en bordeaux rayé de blanc). Autre changement important au sein de la CDC en 2003, la nomination, en avril, de Francis Mayer à la tête du groupe. Artisan incontournable du rapprochement entre Accor et le Club Med, il a été nommé au conseil du groupe hôtelier en mai 2004. Entre la cessation des activités d'Isabelle Bouillot au sein de la CDC en 2003 et la nomination de son nouveau Directeur Général au conseil de surveillance d'Accor en mai 2004, on peut bien parler d'une période de transition dans la représentation de la CDC chez Accor.

Le groupe Agnelli, lui non plus, n'est pas représenté au conseil de surveillance d'Accor : la société IFIL, membre du conseil jusqu'à l'été 2003, a été remplacée par son représentant Gabriele Galateri di Genola (en vert rayé de blanc sur le graphique), précédemment directeur-général d'IFIL (jusqu'en juin 2002). En revanche les autres actionnaires de référence d'Accor (co-fondateurs, Société Générale et BNP) sont tous directement représentés au sein du Conseil. Il n'y a donc pas pour Accor d'homologie structurelle parfaite entre la structure du capital et la composition de son conseil de surveillance, mais une corrélation par dérivation des fonctions occupées autrefois par certains de ses membres (Isabelle Bouillot pour la CDC et Gabriele Galateri di Genola pour le groupe Agnelli).

Il n'existait ainsi pas de liens sociaux directs entre les conseils de surveillance d'Accor et du Club Med au 31 décembre 2003, mais ceux-ci passaient par l'intermédiaire de la CDC et du groupe Agnelli. L'on note que de tels liens ont existé antérieurement, en particulier en la personne de Willy Stricker, lequel était membre du conseil d'Accor entre 1998 et 2000, et qui est présent au Club Med depuis 1997.

On peut noter d'autres liens entre les dirigeants des sociétés concernées par l'opération. Francis Mayer et Henri Giscard d'Estaing siègent tous deux au Conseil d'Administration de Casino, où l'on retrouve David Dautresme, membre du conseil de surveillance du Club Med depuis 1997 et nommé Président suite à l'entrée en vigueur de l'accord en octobre 2004. Quant à Jean-Marc Espalioux, il a été nommé en décembre 2003 censeur du conseil de surveillance de la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne, vice-présidée par le Directeur Général de la CDC. Francis Mayer et Jean-Marc

Espalioux sont, en outre, Administrateurs de Véolia (ex Compagnie Générale des Eaux). Ces liens objectifs n'induisent en rien la nature des relations entre ces hommes, si ce n'est que la composition des conseils des grandes sociétés n'est jamais le fruit du hasard et que la possibilité pour deux administrateurs de se retrouver d'un Conseil à l'autre est assez rare.

Ce premier tour d'horizon permet d'avancer que l'accord annoncé le 11 juin ne surgissait pas de nulle part, mais s'appuyait sur une structure socio-capitalistique antérieure à laquelle participait l'ensemble des parties. Toutefois, comme le souligne la note publiée par l'AMF, il ne serait question d'y voir une action de concert.¹⁴

Les liens structurels et personnels mentionnés ci-dessus semblent corroborés par certaines déclarations des acteurs de l'opération :

« Il y avait Francis Mayer et une Caisse des dépôts, deuxième actionnaire du Club et actionnaire historique aux côtés du groupe Agnelli, actionnaire très important d'Accor qui s'est dit « Il faut à la fois essayer de renforcer Accor et de trouver une solution au capital du Club » (Henri Giscard d'Estaing¹⁵).

« Jean-Marc Espalioux et Benjamin Cohen, avec Francis Mayer ont trouvé des solutions tout à fait intelligentes de montages financiers. » (Gérard Pélisson¹⁶).

Le renforcement d'Accor, évoqué par Henri Giscard d'Estaing, peut s'interpréter comme la montée en puissance d'un actionnaire de référence. Or, c'est justement ce qu'a permis l'opération, puisque la CDC, en souscrivant 96% des ORANE émises pour financer le rachat puis en les convertissant le 8 novembre 2004, est passée de 4,5% à 7,56 % dans le capital du groupe hôtelier. Quant à la « solution au capital du Club », il faut sans doute l'entendre en rapport avec la nécessité de trouver un remplaçant « acceptable » à la Famille Agnelli.

2.2. Des synergies actionariales et sociales

Le retrait des Agnelli permettait une restructuration capitalistique des deux sociétés (Figures 5 et 7), mais aussi une reconfiguration sociale de leurs conseils de surveillance (Figures 6 et 8).

¹⁴ AMF, Décision et Information n° 204C0878 du 7 juillet 2004, Publicité de conventions visées par l'article L.233-11 du Code du Commerce, Club Méditerranée. Disponible sur le site de l'AMF : <http://www.amf-france.org>.

¹⁵ Interview de Henri Giscard d'Estaing diffusée sur BFM le 26.07.2004.

¹⁶ Interview de Gérard Pélisson (Président du Conseil de surveillance) diffusée sur BFM le 16.08.2004.

Figure 5

Répartition du Capital du Club au 25.10.2004

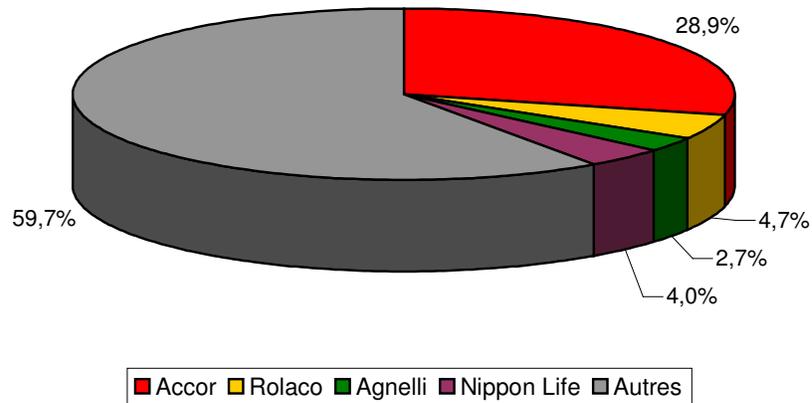


Figure 6

Répartition des sièges au Conseil de Surveillance du Club au 25.10.2004

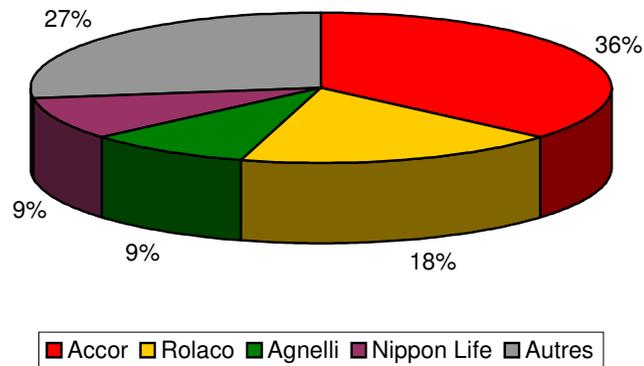


Figure 7

Répartition du capital d'Accor au 08.11.2004 (Estimation)

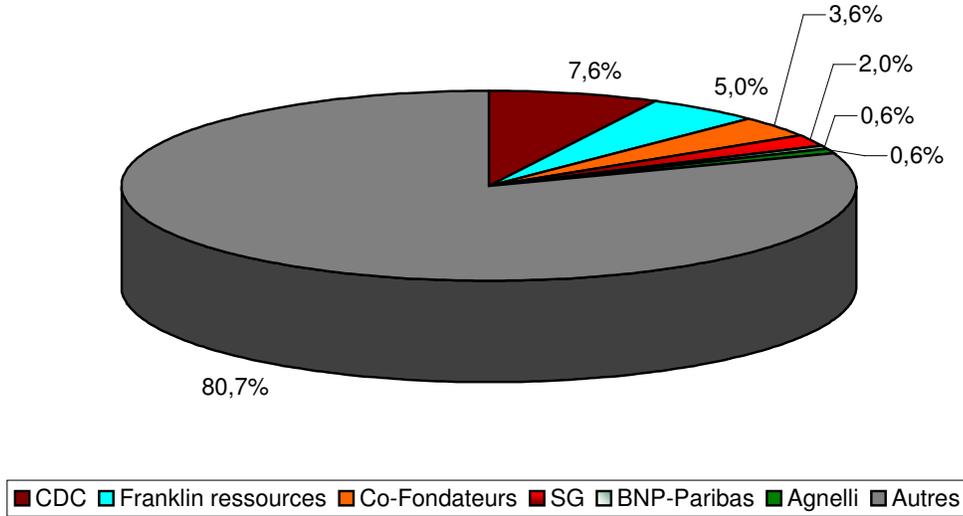
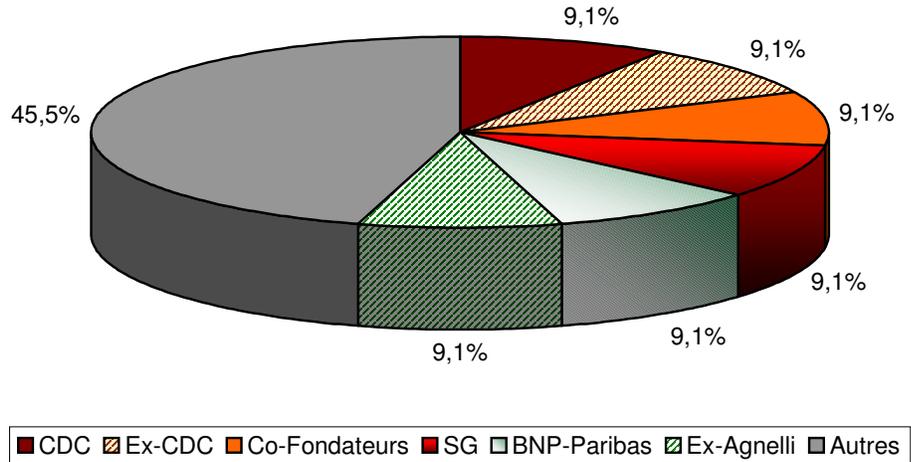


Figure 8

Répartition des sièges au Conseil de Surveillance d'Accor au 08.11.2004



Du point de vue des structures capitalistiques, l'opération a permis au Club Med d'échanger deux actionnaires de référence (la CDC et le groupe Agnelli) contre un seul (Accor), alors même que le groupe Agnelli conserve une part du capital (2,7 %). Cette modification s'est traduite, du point de vue social, par l'entrée en force des représentants d'Accor au conseil de surveillance du Club Med (36% des sièges). La CDC en revanche n'y est plus représentée et la Famille Agnelli, si elle a cédé la présidence de la société à David Dautresme, conserve, néanmoins, un représentant (Pascal Lebard). Chez Accor, l'opération s'est traduite par la montée en puissance de la CDC tant au capital qu'au conseil de surveillance (nomination de Francis Mayer en mai 2004). On peut, certes, présumer que la nomination d'un représentant de la CDC aurait eu lieu même en l'absence de cette opération. Il n'en demeure pas moins que l'analyse socio-économique montre que le rachat du Club Med par Accor a conduit à mettre en place de véritables synergies actionnariales et sociales au travers d'une rationalisation des engagements et des représentations.

2.3. Les conséquences de l'accord

L'examen des détails de l'opération conduit à considérer qu'elle s'est faite au bénéfice de l'ensemble des parties.

La CDC, en échangeant ses titres Club Med contre des titres Accor, rationalise ses investissements : plutôt que d'être engagée dans deux sociétés sans liens financiers directs, la CDC monte au capital de l'une qui gagne alors le contrôle de l'autre. Du point de vue de la gestion d'actifs et de ses responsabilités vis-à-vis du capitalisme français, il s'agit, pour la CDC, d'une opération particulièrement habile. D'une part, elle se désengage d'une société (actuellement) peu rentable pour un groupe côté au CAC 40, d'autre part elle joue son rôle de second actionnaire en offrant au Club Med un nouvel actionnaire stable.

De son côté, le Club Med voit non seulement les conditions de son redressement réunies mais surtout ses deux premiers actionnaires substitués par un seul. Cela renforce, certes, sa dépendance et renvoie l'autonomie de ses dirigeants à la nature des relations qui seront entretenues avec ceux d'Accor, mais aussi indirectement de la CDC qui a renforcé sa position de premier actionnaire du groupe hôtelier.

Quant à la Famille Agnelli, elle a trouvé là des conditions tout à fait satisfaisantes pour son désengagement.

Les petits actionnaires du Club Med ne se sont pas vus offrir des conditions équivalentes à celle dont a bénéficié le groupe Agnelli. Pour autant, l'opération semble ne pouvoir que contribuer à revaloriser considérablement le cours de l'action en favorisant un redressement rapide de l'entreprise.

En ce qui concerne les petits porteurs d'Accor, ils bénéficient de la position stratégique acquise, avec pour seul inconvénient une dilution dont on a bien vu qu'elle était limitée.

Enfin, plus que le Club Med, Accor s'est surtout acheté, par cette opération, le renforcement de sa structure capitalistique et la consolidation du réseau social de ses dirigeants.

2.4. Les recombpositions internes

A ces bénéfices, que l'on peut qualifier de directs, il faut ajouter d'autres types de conséquences tout aussi importantes.

En premier lieu, il convient de mesurer les modifications générées au sein des directions d'Accor et du Club Med. En ce qui concerne Accor, la montée de la CDC au capital a pour corollaire une diminution relative du poids des fondateurs (Paul Dubrulle et Gérard Pélisson). Bien qu'ils gardent 6,6 % des droits de vote, ces derniers sont désormais dépassés par la CDC qui en détient 7,17 %.

Cette baisse d'influence des fondateurs s'inscrit dans un processus entamé en 1997, lorsque la société a opté pour la structure bicéphale (directoire et conseil de surveillance) et que Jean-Marc Espalioux a été nommé à la présidence du directoire. Ce rapprochement avec le Club-Med confirme cette tendance et permet à ce 'jeune' président de s'imposer, au moins pour un temps, au sein du groupe. C'est lui qui, semble-t-il, a porté le projet au sein d'une direction d'Accor qui n'était, au début, guère unanime.¹⁷ Parmi les plus réticents se trouvait Benjamin Cohen, vieux compagnon de route de Dubrulle et Pélisson. En faisant adhérer ce représentant de la 'vieille garde' au projet de rachat du Club Med, Jean-Marc Espalioux imposait sa vision stratégique et consolidait ainsi sa position de *leader*. L'émancipation à l'égard de l'ancienne direction d'Accor se trouvait, en outre, consolidée par le montage financier de l'opération de rachat, étant donné que le renforcement de la CDC au capital d'Accor confère encore plus d'autonomie au directoire par rapport aux fondateurs (tout en accroissant sa dépendance à l'égard de la CDC).

Au sein du Club Med, les changements sont plus importants, mais correspondent, comme nous l'avons exposé à la restructuration du capital impliquée par le rapprochement avec Accor. Il convient cependant de noter que Henri Giscard d'Estaing deviendra – vraisemblablement – président directeur-général du Club Med à l'issue de la prochaine assemblée générale au cours de laquelle serait abandonnée la structure bicéphale. Cette nomination représenterait une réussite notable pour un homme entré au directoire huit ans plus tôt.

2.5. Les effets potentiels dans l'univers du patronat français

Les conséquences de ce rapprochement ne se limitent certainement pas aux politiques internes des sociétés concernées. Une telle opération, bien que relativement modeste par sa taille, conduit à accroître l'influence de ses promoteurs au sein du patronat français. Un « grand patron » ne se reconnaît pas uniquement en fonction de la capitalisation et des résultats de l'entreprise qu'il dirige, mais aussi, voir essentiellement, dans sa capacité à faire des « coups », notamment dans le domaine des fusions et des rapprochements. D'illustres « grands patrons » ont notamment bâti leur notoriété et leur autorité sur les fusions-acquisitions qu'ils ont réalisées : Claude Bébéar, Jean-François Dehecq, Jean-Marie Messier, Michel Pébereau, François Pinault, le couple Dubrulle-Pélisson et bien d'autres encore.

La capacité d'une équipe dirigeante à élaborer de tels montages ne repose pas simplement sur les capacités financières qu'elle peut mobiliser, mais pour l'essentiel sur

¹⁷ Interview de Gérard Pélisson diffusée sur BFM le 16.08.2004.

leur habileté sociale et leur entregent. Au travers de cette opération, Jean-Marc Espalioux, Henri Giscard d'Estaing et Francis Mayer semblent avoir démontré qu'ils sont parfaitement introduits dans les structures du capitalisme français et qu'ils seront à même de défendre les intérêts de leurs sociétés à l'avenir. Cette forme d'annonce était d'autant plus importante pour Jean-Marc Espalioux qui n'avait jusqu'alors conduit aucune acquisition d'envergure, contrairement à ses prédécesseurs Dubrulle et Pélisson. On comprend mieux l'important plan média déployé autour du rapprochement avec le Club Med en juin dernier : il n'avait pas tant pour but de justifier des synergies qui mettront plusieurs mois à être chiffrées que d'imposer la figure de Jean-Marc Espalioux au sein du grand patronat français.

L'analyse des structures sociales et actionnariales des sociétés concernées par le rachat du Club Med par Accor, vient compléter utilement les explications en termes de synergies industrielles mises en avant par les protagonistes. En effet, il semble que l'accord n'aurait certainement pas vu le jour sous cette forme, peut-être n'aurait-il même pas été possible, sans les intérêts croisés tant sur le plan capitaliste que social des différentes parties. Cet exemple invite, donc, à envisager les mouvements financiers non pas du seul point de vue des critères économiques, mais en convergence avec l'analyse sociale des ressorts sociaux de l'action des dirigeants.

Conclusion

Cette analyse éclaire les difficultés que l'on peut rencontrer lorsque l'on tente de discerner les raisons exactes qui justifient une opération financière. Il y a en effet un écart assez considérable entre les motifs invoqués et ceux que l'on peut déduire des configurations sociales et économiques spécifiques à cette opération. Sans que les ressorts « discrets » de l'opération soient spécialement contestables, il semble bien qu'ils ressortent de motivations qui ne font pas l'objet d'une communication publique spécifique en matière économique. Toutefois, entre les motivations que l'on peut discerner et celles qui ont été invoquées, il n'existe pas dans ce cas précis d'incompatibilités particulières. Bien au contraire, c'est leur convergence qui a ouvert la possibilité d'un accord. Il nous semble donc vain de vouloir dégager un élément plutôt qu'un autre pour lui donner une signification plus pertinente. C'est l'ensemble des facteurs qu'il convient de prendre pour un tout.

De la même façon, on ne peut pas considérer le statut de la CDC comme étant parfaitement neutre dans cette affaire. En faisant abstraction de son statut particulier qui la situe à mi chemin entre le public et le privé, on occulterait une part importante sinon déterminante des problématiques que pose son intervention. En effet, la CDC a souvent été instrumentée pour venir au secours d'entreprises en difficulté épargnant au passage le recours à des fonds publics dont l'usage est de plus en plus difficile dans le contexte européen actuel. Pourtant en l'occurrence, il ne semble pas qu'il faille rechercher les ressorts de la décision en dehors des intérêts bien compris de la CDC, car aucun élément ne permet de l'envisager. Il est important de ne pas sous estimer la capacité des dirigeants de la CDC à prendre d'eux mêmes des décisions relevant plus de la politique économique que de la gestion financière au sens le plus stricte, sans que les deux par ailleurs soient en opposition. A cet égard la CDC ressemble beaucoup à une autorité administrative indépendante.

Il convient également de nuancer l'image que l'on peut avoir de la Famille Agnelli. En effet son poids considérable au sein du capitalisme transalpin lui donne *de facto* une position politique. D'ailleurs, encore aujourd'hui, la Famille ne semble pas privilégier exclusivement ses intérêts

patrimoniaux ; les sacrifices qu'elle consent au profit de FIAT, en grande difficulté, ne seront pas payés de retour avant longtemps, s'ils le sont jamais. Il faut probablement chercher les ressorts des décisions économiques de la Famille dans le devoir assumé et imposé qui lui est fait de préserver un des joyaux industriels de l'Italie. Là aussi on peut trouver l'ombre de la puissance publique non dans l'influence immédiate d'un corps juridique identifié mais dans le rôle, la posture que doivent prendre certains individus pour justifier de leur existence sociale.

Eclairer une opération même limitée comme celle-ci exige de prendre en compte autant les critères économiques que sociaux mais encore peut-on distinguer aux franges de la configuration l'ombre de la sphère publique alors même que l'on pensait se trouver dans un domaine « privé » par nature ; à savoir une transaction sur les titres d'une entreprise certes emblématique, mais dont le poids économique reste moyen.