

EADS et l'aristocratie financière

Luc Mampaey*

Hasard ou délit d'initié, les ventes suspectes de titres EADS quelques semaines avant l'effondrement du cours provoqué par l'annonce d'importants retards dans le programme A380 jettent une lumière crue sur la conception néolibérale du *corporate governance* et la prospérité du « capitalisme de copinage ».

L'information a été divulguée le 14 juin 2006 par le *Wall Street Journal*¹ et *Les Echos*, et reprise dès le lendemain par *Le Monde* : « Noël Forgeard, le coprésident français d'EADS, François Auque, Jean-Paul Gut et Jussi Itävuori, tous trois membres du comité exécutif du groupe, ont vendu des paquets d'actions début mars, exerçant des tranches de stock-options allouées. Selon les déclarations effectuées à l'Autorité des marchés financiers, Noël Forgeard a cédé le 15 mars pour 2,5 millions d'euros, avant commission, d'actions à 32,01 euros. Les 15 et 17 mars, ses trois enfants ont vendu chacun 42 666 actions au prix moyen unitaire de 32,82 euros. »²

La révélation ne pouvait tomber à plus mauvais moment. Le mercredi 14 juin en fin de journée, sanctionné après l'annonce de nouveaux retards de six à sept mois pour la livraison des premiers Airbus A380, le titre EADS venait de dévisser de 26,3% à la Bourse de Paris, s'établissant à 18,43 euros, soit une perte de près du quart de sa valeur du début de séance.

Simultanément à l'annonce de cette débâcle, on apprend donc que les dirigeants d'EADS et leurs proches ont eu l'excellence intuition d'exercer une partie de leurs stock-options ou de vendre leurs actions au mois de mars dernier, au moment où le titre était au plus haut (voir

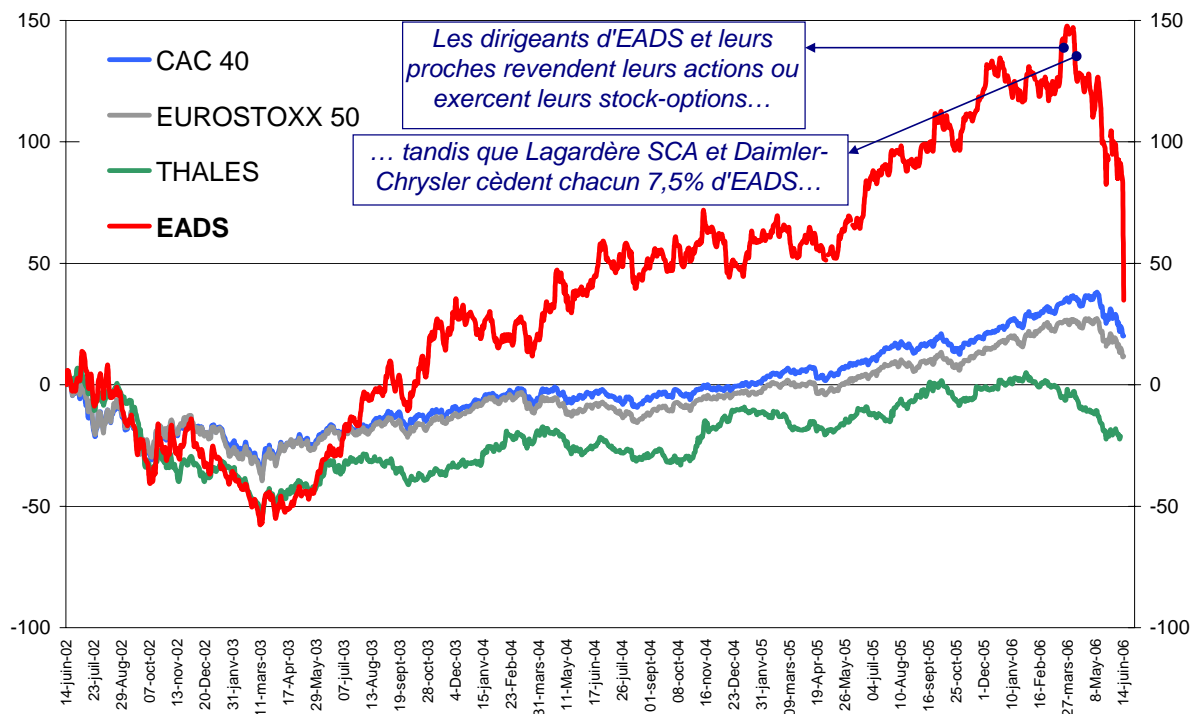
* Chercheur au GRIP, ingénieur commercial, doctorant à l'Université de Versailles-Saint-Quentin-en-Yvelines, Centre d'économie et d'éthique pour l'environnement et le développement (C3ED).

¹ *The Wall Street Journal Online*, June 15, 2006, <http://online.wsj.com/article/SB115027552490479926.html>

² *Le Monde.fr*, 15 juin 2006, <http://www.lemonde.fr/web/article/0,1-0@2-3234,36-783686,0.html>

graphique). Début avril, autre coïncidence, les groupes Lagardère SCA et Daimler-Chrysler annonçaient leur décision de réduire de 7,5% leur participation respective dans le capital de EADS : Lagardère SCA par une opération de marché consistant en l'émission d'une « obligation remboursable en actions à parité ajustable »³ (ORAPA), tandis que Daimler-Chrysler effectuait un placement de marché fixant le cours de référence de la transaction réalisé par Lagardère⁴, soit 32,60 euros par action.

Au bout du compte, une belle opération financière de plusieurs milliards d'euros⁵. Le point commun entre la décision de ces deux groupes ? Le patron de Lagardère SCA, Arnaud Lagardère, est aussi président du conseil d'administration d'EADS et membre du conseil de surveillance de Daimler-Chrysler.



Source : Données réunies par L. Mampaey, sur base de diverses sources boursières.

³ Ce mécanisme est expliqué sur le site Internet de Lagardère SCA : http://www.lagardere.fr/info_financieres/detail_actu.cfm?id=81&idn=6554&nav=0

⁴ *La Tribune*, 5 avril 2006, <http://www.latribune.fr/Dossiers/defense.nsf/DocsWeb/IDC1256F950039F30AC1257146006E7186>

⁵ Au terme de l'opération, l'ORAPA a porté sur 61,1 millions de titres et s'élève ainsi à environ 1 990 millions d'euros.

Délit d'initié, ou coïncidence chanceuse doublée d'incompétence ? Arnaud Lagardère a candidement déclaré qu'il choisissait la seconde option. Ses réponses aux questions de Dominique Gallois du journal *Le Monde* sont époustouflantes : « Aussi surprenant que cela puisse paraître, nous n'avions pas d'information [sur les difficultés de production de l'A380]. ... J'ai le choix de passer pour quelqu'un de malhonnête ou d'incompétent, qui ne sait pas ce qui se passe dans ses usines. J'assume cette deuxième version »⁶. Qu'il s'agisse d'incompétence ou de malhonnêteté, tant l'éthique des affaires que la théorie économique y trouveront un beau sujet de réflexion.

Focalisés sur les performances de très court terme, les analystes financiers ont pointé le fait que ce brutal recul portait la dégringolade à plus de 40% depuis le début de l'année, rangeant EADS parmi les plus mauvaises performances du CAC 40. Soit, mais c'est oublier un peu vite la trajectoire exceptionnellement profitable des deux années précédentes. Alors qu'il s'enlisait dans une phase baissière depuis l'été 2002, le titre EADS reprendra vigueur, comme la plupart des valeurs de l'armement, dès que sera prise la décision de partir en guerre contre l'Irak en mars 2003. Dopé par les perspectives offertes par le marché américain et un carnet de commandes militaires en hausse régulière, le titre EADS est depuis lors reparti résolument à la hausse. Entre le retournement de tendance observé après le point le plus bas du 10 mars 2003 et le sommet atteint le 24 mars 2006, le titre EADS a plus que quintuplé, alors que le CAC 40 ne faisait que doubler au cours de la même période.

Les ventes d'actions des *insiders*⁷, suivies du retrait de deux groupes actionnaires majeurs (Lagardère et Daimler-Chrysler, dont les dirigeants sont également membres du conseil d'administration d'EADS), expliquent en partie le recul du printemps 2006. Un recul que la baisse générale des cours boursiers au mois de mai 2006 (principalement due à la crainte d'une remontée des taux d'intérêts aux États-Unis) ne fera qu'accentuer. Dans ce contexte morose, l'annonce du 14 juin 2006 ne pouvait qu'être désastreuse.

Ces opérations financières juteuses, et les aveux publics d'incompétences consentis par les plus hauts dirigeants du numéro 7 mondial de la production d'armement – ignorant la situation précaire du projet n°1 de leur groupe – renvoient dos à dos deux visions contradictoires de la gouvernance des entreprises. Tout d'abord, la thèse managériale peut paraître en difficulté : en effet, elle justifie le maintien du pouvoir et du contrôle effectif de

⁶ *Le Monde.fr*, 15 juin 2006, <http://www.lemonde.fr/web/article/0,1-0@2-3234,36-783745,0.html>

⁷ Un *insider* est toute personne qui a accès à des informations non publiques concernant une entreprise. Sont définis comme *insiders* les actionnaires détenant plus de 10% du capital, ainsi que les dirigeants, quelle que soit le nombre d'actions qu'ils détiennent.

l'entreprise entre les mains des managers en raison de leurs compétences et connaissance du métier. On peut cependant se demander ce qu'il advient de ce paradigme galbraithien lorsque les plus hauts dirigeants de l'entreprise admettent régner dans l'ignorance.

Mais, s'il est vrai que la péripétie EADS peut paraître désarçonnante pour la vision hétérodoxe de la gouvernance défendue par les managérialistes, le point de vue néoclassique de la théorie de l'agence se porte plus mal encore. Les incitations financières accordées aux managers (stock-options, parachutes dorés, etc.) ont pour objectif de résoudre un présumé conflit entre agent (le dirigeant) et principal (l'actionnaire), et d'amener ainsi les managers à servir au mieux des intérêts des actionnaires, véritables détenteurs du pouvoir et ultimes arbitres des stratégies selon la vision néolibérale du *corporate governance*. EADS illustre toutefois une situation dans laquelle les décisions prises par les dirigeants – ici en leur qualité d'actionnaires – sont manifestement préjudiciables à une majorité de l'actionnariat, et en l'occurrence les actionnaires minoritaires porteurs des 42,49% de capital flottant⁸ ainsi que l'État français (un peu moins de 15%)⁹.

Ces deux approches reposent sur des préconceptions discutables : l'existence d'une ligne de démarcation claire entre le monde des actionnaires et celui des dirigeants, ainsi que la supposition d'une divergence d'intérêts entre ces deux groupes. Bien au contraire, les managers sont souvent des actionnaires importants des entreprises qu'ils dirigent. Loin de constituer une « classe séparée », pour reprendre le terme de Baran et Sweezy¹⁰, ils forment en réalité une strate importante dans la classe des propriétaires. Le conflit d'intérêts ne se situe donc pas entre les managers et les actionnaires d'une manière générale, mais seulement entre les managers et les plus petits actionnaires, éloignés des lieux de pouvoir.

Nous sommes loin de l'« entreprise sentimentale » et soucieuse du bien commun – *the soulful corporation* – idéalisée il y a quarante ans par Carl Kaysen¹¹. Très exactement quatre-

⁸ Ceux-ci entendent d'ailleurs bien qu'une enquête soit ouverte par les autorités boursières. Colette Neuville, présidente de l'ADAM (Association de défense des actionnaires minoritaires) estime que cette enquête devra déterminer « si oui ou non à l'époque des faits ils [les dirigeants] connaissaient déjà les retards qu'il aurait dans la production des avions », ajoutant « Il est probable qu'ils le savaient déjà » (*Le Soir*, 16 juin 2006).

⁹ L'État français contrôle actuellement un peu moins de 15% du capital d'EADS et s'est engagé, par un contrat de droit français conclu le 14 octobre 1999 avec Daimler-Chrysler et DCLRH, à ne pas détenir, à travers SOGEP, SOGEADE et EADS Participations B.V., une participation dans EADS dépassant 15 % de la totalité du capital social émis d'EADS ; l'État s'est également engagé à ce que ni lui ni aucune entreprise publique ne détienne *directement* aucune action EADS.

¹⁰ Paul A. Baran et Paul M Sweezy, *Monopoly Capital*, Modern Reader Paperbacks, 1966, p. 35.

¹¹ Carl Kaysen, "The Social Significance of the Modern Corporation", *The American Economic Review*, Vol. 47, N°2, May 1957, pp. 313-314 : "No longer the agent of proprietorship seeking to maximize return on investment, management sees itself as responsible to stockholders, employees, customers, the general public, and perhaps most important, the firm itself as an institution. ...there is no display of greed and graspingness; there is no

vingt-dix ans avant Kaysen, Karl Marx dénonçait au contraire un mode de production capitaliste, qui a « fait surgir une nouvelle aristocratie de la finance et une nouvelle catégorie de parasites sous forme de faiseurs de projets, lanceurs d'affaires et directeurs purement nominaux ; en un mot, tout un système de filouteries et de tromperies ayant pour base le lancement de sociétés, l'émission et le commerce d'actions »¹². Cette citation nous donne une description de la version moderne du gouvernement d'entreprise bien plus conforme à la réalité que celle proposée par le ronronnement de l'économie standard. Mais tout se passe comme si plus d'un siècle d'histoire de la pensée économique était totalement passé au-dessus de la tête des commentateurs et analystes de la vie économique actuelle.

* * *

attempt to push off onto the workers or the community at large part of the social costs of the enterprise. The modern corporation is a soulful corporation”.

¹² Karl Marx, *Le Capital*, Livre III, Chapitre XXVII, http://www.marx.org/francais/marx/works/1867/Capital-III/kmcap3_26.htm