

**« La diversité des capitalismes financiers, le cas des
Fusions-Acquisition en France »**

Auteurs

Sylvain Thine, Yamina Tadjeddine

Document de Travail n° 2018 – 21

Mai 2018

**Bureau d'Économie
Théorique et Appliquée**

BETA Université de Strasbourg
Faculté des sciences économiques
et de gestion
61 avenue de la Forêt Noire
67085 Strasbourg Cedex
Tél. : +33 (0)3 68 85 20 69
Fax : +33 (0)3 68 85 20 70
Secrétariat : Géraldine Del Fabbro
g.delfabbro@unistra.fr

<http://www.beta-umr7522.fr>

La diversité des capitalismes financiers, le cas des Fusions-Acquisition en France

Sylvain Thine (CESSP-EHESS) et Yamina Tadjeddine (Université de Lorraine, BETA)

Résumé :

Les opérations de fusions acquisitions sont des moments particuliers sur le marché du capital car elles finalisent un arrangement marchand : le capital d'une PME ou la filiale d'un groupe qui n'existait pas en tant qu'objet échangeable librement sur un marché, se trouve doté de qualités marchandes, d'une valeur financière et fait l'objet d'un achat. Observer ces opérations permet de comprendre comment le capital d'une entreprise devient un objet financier. Pour aborder empiriquement le secteur des fusions-acquisitions, nous avons travaillé sur la base CARFI qui a recensé 363 opérations de FUSAC en 2010 en France. Nous avons complété cette base en ajoutant le niveau des organisations financières. Nous avons mené une ACM qui nous a permis de distinguer trois régimes financiers : le capitalisme bancaire impliquant les banques européennes, le capitalisme financier lié à la présence de banques d'investissement américaines et le capitalisme financier d'entreprise associé à des conseillers indépendants.

Mots Clefs : intermédiaires financiers, fusions-acquisitions, diversité du capitalisme, financiarisation, financiers.

JEL Codes : G20 ; G 34 ; P51

Financial Intermediaries and Diversity of Financial Capitalisms: the case of French M&A

Summary :

Financialization can be defined as a process of transformation of capitalism with the arrival of financial operators and the development of new financial activities. Our contribution focuses on French M&A activities which are becoming very attractive at the end of 2000. Numerous merger and acquisition transactions, LBO, MBO are taken place. The analysis of the deals permits to reveal the increasing influence of financial organizations. Our data consists of 664 deals collected during the year 2010 in a French professional outlet called *Capital Finance*, devoted to investment and mergers and acquisitions. Among those deals, 216 financial organizations and employees were involved. We dealt an CMA on collected data. We obtain an original segmentation of financial intermediaries in accordance with the theory of diversity of capitalism: a banking financial capitalism, a market financial capitalism and a competitive financial capitalism.

Key world: financial intermediaries; M&A ; the diversity of capitalism, financiarization, financial employees

Introduction

La théorie financière classique ignore l'existence des intermédiaires financiers et la valeur résulte naturellement du jeu libre du marché lieu de rencontre des agents à capacité de financement – les épargnants – et ceux à besoin de financement – les entreprises ou les Etats. Grâce aux informations privées qu'ils détiennent, les premiers sur le potentiel productif de l'entreprise, les seconds sur la productivité marginale de leur investissement, l'échange se fera à un prix qui détermine la valeur du titre financier. Cette vision naturalisée de la finance est l'antithèse de la réalité : le titre financier mais aussi la valeur et l'existence d'une transaction n'existent que par la présence de dispositifs et d'organisations. Les organisations financières ont existé avant les titres (Carruthers, Stincombe, 1999) et ce sont elles et non les titres eux même qui sont à l'origine de la construction de la valeur financière et de la possibilité d'un marché du capital. Cela est particulièrement flagrant quand on observe le déploiement de la finance à sa genèse (Flandreau, 2016 ; Pinsard, Tadjeddine, 2018) ou sur des segments peu liquides comme les start-ups (Ferrary, Granovetter, 2009 ; Revest, Sapio, 2013).

Les opérations conclues de fusions acquisitions sont des moments particuliers sur le marché du capital car elles finalisent un arrangement marchand : le capital d'une PME ou la filiale d'un groupe qui n'existait pas en tant qu'objet échangeable librement sur un marché, se trouve doter de qualités marchandes, d'une valeur financière et fait l'objet d'un achat. Observer ces opérations permet de comprendre comment le capital d'une entreprise devient un objet financier. Précisons d'emblée que ces objets financiers ne sont des titres financiers que si l'opération de fusion acquisition est une entrée en bourse (*IPO*). Dans la majorité des cas que nous étudierons, l'opération de valorisation et d'échange du capital ne donne pas lieu à la transformation ultime en titre financier ; il ne s'agit pas moins d'un objet financier en cela que la transaction porte sur le capital. Pour aborder empiriquement le secteur des fusions-acquisitions, nous avons travaillé sur la base CARFI. L'originalité de cette base est d'avoir compilé des données sur les opérations de Fusions Acquisitions (ou FUSAC) réalisées en France en 2010, en partant des transactions réalisées, publiées dans la base DEALS (annexe 1). Ainsi, l'objet que nous étudions est ce que la communauté financière, représentée ici par les journalistes spécialisés, qualifie d'opération de FUSAC. Sur les 664 opérations publiées cette année-là, seules 363 ont été conservées, les autres annonces manquant d'informations. Ces 363 opérations ont été caractérisées par des données liées à l'opération (secteur d'activité de l'entreprise acquise, identités des entreprises acquéreurs, organisations financières sollicitées, cabinets d'avocat, banques, montant de l'opération) et sur les individus impliqués (diplôme, formation, expérience, sexe, âge, présence dans le Who's Who,...). Cette base très riche a déjà fait l'objet de publications en sociologie qui s'appuyaient plutôt sur le volet individus (genre, réseau, formation (Boussard et Dujarier, 2014 ; Boussard, 2016 et Boussard et al. 2017). Toutefois le volet organisations financières n'avait pas été exploité jusqu'alors. Les organisations peuvent être choisies et rémunérées par l'entreprise qui sera achetée ou par celle qui souhaite acheter. Certains deals peuvent donc mobiliser une seule organisation financière, par exemple une start-up qui souhaite obtenir l'appui financier d'un capital-risqueur ; d'autres deux, chacune conseillant une partie. Mais nous avons un deal où sont intervenus pas moins de 8 organisations financières. Nous avons complété cette base en collectionnant des informations sur les organisations financières impliquées dans les deals.

Le qualificatif « fusions acquisitions » (FUSAC en français, M&A en anglais) renvoie à des transactions de nature très hétérogène ayant pour point commun le transfert d'une partie ou de la totalité du capital d'une entreprise à une autre. L'hétérogénéité provient trois facteurs : la

personnalité juridique de l'entreprise vendue qui peut être une société (SA cotée sur les marchés ou non, SARL) ou une filiale d'un groupe, la temporalité de l'opération (croissance, transmission, entrée en bourse) et enfin la modalité du financement l'acquisition (emprunt, émission de titres). Nous retrouvons donc dans cette base des transmissions de PME suite au départ à la retraite de son créateur, des cessions de filiale par un grand groupe d'énergie, le recours à des sociétés de capital risque pour financer la croissance de start-ups, des entrées en bourse. Pour le gestionnaire ou l'économètre, cette disparité nuit à la compréhension globale des données. Pour les socioéconomistes le fait que la communauté financière qualifie de FUSAC ces diverses configurations constitue une donnée intéressante à étudier car il renseigne sur la nature protéiforme de cette transaction financière et sur les différentes logiques de transfert de capital et de construction de la valeur financière dans cet espace. Nous nous attacherons particulièrement dans cet article à contribuer à cerner des régimes différents de construction de valeur suivant les organisations impliquées, régimes qui nous permettront de qualifier la diversité des capitalismes financiers (Aglietta, Rébérioux, 2004). Pour cela, nous avons mené une ACM qui nous a permis de distinguer trois régimes distincts : le capitalisme bancaire impliquant les banques européennes, le capitalisme financier lié à la présence de banques d'investissement américaines et le capitalisme financier d'entreprise associé à des conseillers indépendants.

L'article se compose de quatre parties. La première propose une approche socioéconomique des intermédiaires financiers. La deuxième présente les données empiriques que nous mobilisons. La troisième expose les résultats des ACM. Enfin la quatrième met en exergue trois régimes de capitalisme financier.

1. Les intermédiaires financiers par le prisme socio-économique

Les intermédiaires financières peuvent d'abord être perçus à l'aune de leurs fonctions économiques (intermédiaires informationnels, producteurs de liquidité et promoteur de l'innovation). D'autres travaux issus plutôt des sciences sociales mettent en exergue le lien entre les institutions financières, les formes de domination sociale et politique. Enfin, nous concluons avec une proposition théorique qui lie les régimes d'accumulation (Aglietta, Rébérioux 2003; Amable 2003 ; Boyer 2015) et les organisations financières.

a) La légitimation économique de l'intermédiation financière

Les intermédiaires financiers ont fait leur entrée dans le monde fermé des acteurs théorisés par la science économique avec les travaux de Gurley et Shaw (1956, 1960). Ces contributions, bien qu'elles aient fait l'objet de critiques, constituent encore aujourd'hui la référence incontournable sur la question de l'intermédiation financière. Les auteurs se placent dans un contexte de marché parfait en présence d'agents à capacité de financement (les épargnants) et des agents à besoin de financement (les entreprises). Si l'épargnant accepte rationnellement de passer par un intermédiaire coûteux, c'est parce qu'il peut bénéficier de son expertise pour réduire les coûts d'accès au marché, d'information et bénéficier d'une gestion mutualisée de l'épargne, source d'économies d'échelle. L'intermédiaire sécurise la transaction financière en réduisant les asymétries d'information et par conséquent les risques de mauvais choix dans la sélection des titres. La contribution de Gurley et

Shaw est à l'origine d'une abondante littérature micro-économique qui définit l'intermédiaire financier uniquement au regard de son rôle informationnel. Elle fonde la première légitimation des intermédiaires financiers comme des facilitateurs d'échange dans un contexte marqué par une information asymétrique et par la présence de coûts de transaction. Dans le cas des FUSAC, le rôle informationnel est indéniable. Les PME sont très nombreuses et généralement pâtissent de réputation, surtout au-delà des frontières. L'organisation financière impliquée exerce une fonction de communication et de conseil concourant à ce que l'acheteur s'intéresse à la société cible. Elle peut aussi aider les propriétaires de l'entreprise qui sera vendue à choisir son futur acquéreur sur la base des informations qu'elles communiquent.

La deuxième fonction économique assurée par l'intermédiaires financiers est de rendre possible l'échange. Les organisations participent au processus de marchandisation de la relation de financement. Callon (2017) conceptualise ce processus à travers le concept d'arrangement marchand. Cinq étapes (« cadrages ») permettent la transformation d'un objet social en idéal économique : (1) la *passiva(c)tion* au cours de laquelle le bien se détache de son propriétaire et de ses attributs symboliques ; (2) la mise en place d'agences *qualculatrices* qui permettent de caractériser, de catégoriser et de donner une valeur à ces biens ; (3) le déploiement de rencontres pour permettre l'échange ; (4) l'attachement marchand qui vise à provoquer le désir de détenir le bien afin de consentir à payer pour lui et ultimement (5) la formulation de prix. Si l'analyse de Callon porte plutôt sur l'analyse de l'échelle socio-technique des dispositifs, nous proposons dans cet article de caractériser le rôle de l'organisation financière dans la production d'une valeur d'un bien particulier : le capital d'une entreprise. Carruthers et Stinchcombe (1999) s'intéressent aussi au processus historique et social ayant contribué à la mise en place d'un marché continu et surtout à l'homogénéisation du titre financier. Ils étudient notamment le rôle des *market makers*. La possibilité d'échanger un titre nouveau nécessite aussi de connaître ces caractéristiques et donc de pouvoir l'affecter à une catégorie publique d'actifs aux qualités reconnues. Les organisations vont mobiliser leur réputation, leur savoir-faire pour doter ce titre de qualités intelligibles et faisant suffisamment sens auprès de l'investisseur pour que celui-ci s'y intéresse et l'achète. Cette deuxième fonction se retrouve évidemment sur le segment FUSAC, particulièrement pour ce qui est des entreprises non cotées (« Private Equity »). C'est parce que l'organisation financière s'intéresse à une entreprise en lui proposant ses services de conseil en financement que cette entreprise devient une cible pour une transaction financière. Sans son entremise, ladite entreprise n'aurait jamais eu du lien avec l'espace financier.

La dernière fonction économique des intermédiaires part d'une critique théorique portée au modèle de Gurley et Shaw sur l'importance accordée aux coûts de transaction. Or ces coûts ont colossalement diminué avec l'informatisation et l'intégration des places financières. On aurait donc dû assister à la disparition de certains intermédiaires et à la réduction de leur nombre. Paradoxalement, cette période s'est accompagnée d'une prolifération des intermédiaires financiers. Allen et Santomero (1998) ont apporté une explication : les intermédiaires se développent pour répondre aux innovations financières. Cette justification de la genèse des intermédiaires avait déjà été proposée H. Minsky. Comme la financiarisation de l'économie s'est accompagnée d'une accélération des innovations financières, notamment dans le secteur des produits dérivés, le nombre d'intermédiaires a logiquement cru. La sophistication actuelle des produits dérivés et le développement de marchés plus complexes tels ceux liés aux produits titrisés nécessitent des compétences rares et spécifiques, niches sur lesquelles se positionnent ces nouveaux intermédiaires. Dans ces conditions, la raison d'être de ces institutions est purement endogène et n'a de légitimité que du fait de la présence d'innovations financières. Le segment des FUSAC est lui aussi concerné par ces innovations qui concernent essentiellement les montages financiers des opérations qui

entremêlent crédit et émission de titres. Il en est ainsi des Leveraged Buy Out (LBO), des BIMBO (Buy-In Management Buy-Out) et des MBO (Management Buy-Out). De nouvelles organisations apparaissent sur ces niches proposant un service unique de différenciation. Ainsi, lors de la période analyse (2010) l'engouement était au montage LBO sur des entreprises moyennes. On retrouvait alors sur les sites internet de ces sociétés nouvellement créées, généralement de très petites entreprises, les termes accrocheurs de LBO et de Private Equity pour être visiblement associés à cette innovation. Huit ans après, de nombreuses organisations financières innovantes ont fait faillite ou ont été rachetées.

b) Les intermédiaires financiers, acteurs du processus de domination financière

Nous proposons ici de considérer l'influence qu'exercent ces intermédiaires sur le système économique et plus généralement sur la société. Ce thème se retrouve largement dans les travaux liés au processus de financiarisation (Carruthers, 2015) et s'interrogeant sur la question de la domination financière.

L'influence des intermédiaires financiers et bancaires sur le pouvoir est désormais largement documentée à travers l'analyse socio-politique des lobbys. Car le pouvoir des intermédiaires financiers provient de leur accès direct aux moyens de paiement dont ils contrôlent les canaux de circulation. Cette maîtrise conjuguée à la connaissance des arbitrages fiscaux et réglementaires leur permet de détourner des revenus. Et cela d'autant plus aisément qu'appartenant aux mêmes réseaux sociaux, les occasions de rencontres sont nombreuses et discrètes. Une fois le politique capturé, les lobbyistes pourront orienter les choix publics afin de légitimer un système fiscal et réglementaire leur assurant une rente et d'échapper à un encadrement public trop important (Seabrooke, 2006). Si cette capture n'est pas nouvelle, elle s'avère aujourd'hui un trait saillant de nos sociétés et le pouvoir politique semble relativement impuissant à contrecarrer cette influence et à vouloir agir sur la montée croissante des inégalités économiques et sociales induites.

L'étude des intermédiaires des finances publiques s'avère aussi très instructif dans la compréhension des relations nouées entre l'espace du pouvoir politique et celui des intermédiaires de la finance. L'ouvrage de Lemoine (2016) suit l'histoire récente du Trésor français et décrit comment la logique de la dette publique financière s'est imposée avec de nouveaux intermédiaires et de nouvelles contraintes pesant sur l'Etat français. Il en est ainsi par exemple des fonds vautours, essentiellement américains rachètent des titres de dette publique décotés et attaquent en justice les Etats débiteurs pour les contraindre à rembourser leurs engagements. L'Argentine, le Pérou, la Zambie, la République Démocratique du Congo ont subi ce genre d'attaques où le respect du droit du créancier l'emporte généralement sur l'intérêt général de la société concernée.

La domination financière pénètre l'Etat et les entreprises, mais aussi des domaines comme l'art, la justice, l'éducation, l'urbanisme, l'agriculture, la santé, le sport. Car les intermédiaires financiers vont imposer leurs modèles d'évaluation (Chiappelo, 2015), leurs codes, leurs imaginaires, leur vision du monde, leur légitimité et in fine leur rente. La financiarisation peut être en effet aussi entendue comme le processus de préemption par des acteurs financiers des revenus futurs espérés produits par des acteurs économiques et sociaux (entreprises, administrations, prisons, hôpitaux, Etats...). Les producteurs économiques et sociaux deviennent liés à ces promesses de revenus futurs qui les contraignent à atteindre les objectifs de rendement, à supporter les risques associés et le cas échéant à mettre en œuvre les choix nécessaires à leur réalisation. Chambost (2013) illustre ce processus dans le cas de l'arrivée d'un fonds de *private equity* dans le capital d'une clinique et

montre comment cette arrivée a provoqué une flexibilisation du travail une individualisation des rémunérations afin d'atteindre les objectifs de rendements fixés par les investisseurs financiers.

c) Type d'organisations financières et diversité des capitalismes financiers

Il importe enfin de catégoriser les organisations financières suivant les régimes d'accumulation du capital auxquels elles participent (Aglietta, 1997). La perspective régulationniste permet de comprendre comment les organisations financières participent et légitiment leur rôle dans la régulation des sphères économiques et sociales, la façon dont elles orientent les décisions des entreprises, des pouvoirs publics, des individus dans leur vie quotidienne et quelles en sont les conséquences politiques, économiques et sociales. Ici, nous abandonnerons l'idée d'un régime unique d'accumulation du capital pour celle de la diversité de régimes à un moment donné, proposée par Amable (2003). Amable suggère que chaque régime de capitalisme impose une forme financière particulière. Au capitalisme de marché, répond les organisations de marché comme les banques d'investissement et impose la logique actionnariale (Aglietta, Rébérioux, 2003). La valorisation est liée au prix du marché et le financement des entreprises et des Etats se réalise exclusivement par des émissions de titres financiers (actions, obligations, titres monétaires). Dans le capitalisme européen, les banques sont au cœur du financement ; le crédit est l'outil naturel de financement des entreprises et des Etats. Les modèles de valorisation des projets sont intimement liés aux modèles bancaires, tels le scoring (Baud, Chiappelo, 2015). Nous reprendrons pour notre analyse ces deux catégories de capitalisme financier auxquelles nous associerons une troisième, celle liée à des structures de financement d'entreprise. Les régulationnistes se sont moins intéressés à ces organisations financières car elles contribuent peu au financement global des entreprises. Toutefois, elles jouent un rôle essentiel à l'échelle locale et pour les PME et les start-up. De plus, comme l'observe Bedu et Montalban (2013), ce secteur a connu un profond engouement auprès des investisseurs financiers à partir des années 2000 et surtout après la crise d 2008. Ils suggèrent eux aussi d'introduire une forme hybride de capitalisme pour rendre compte des spécificités du financement par LBO (que l'on retrouve dans les opérations du FUSAC). On pourrait estimer que ce régime de capitalisme financier a des traits caractéristiques avec le régime du capitalisme concurrentiel (Boyer, 2015) en cela qu'il est marqué par la présence de nombreuses entreprises indépendantes de petite taille, avec un ancrage territorial fort et une relation marchande de proximité. Les outils de valorisation mobilisés proviennent de la finance d'entreprise faisant la part belle à la comptabilité et à la stratégie industrielle.

Ici à la différence de l'approche régulationniste nous considérons la possibilité d'une coexistence temporelle de différents régimes de capitalisme financier sur un même espace. Cette coexistence est permise par la mondialisation du système économique et financier, la circulation des capitaux, des hommes, des entreprises et l'évolution des normes. L'espace français des fusions acquisitions rend compte de cette mondialisation par la présence d'organisations hétérogènes et en leur sein par des travailleurs avec des expériences et des diplômes différents. Ces régimes cohabitent sur des espaces distincts et peuvent entrer en concurrence (Fligstein, 2001). Le marché français du Private Equity dans les années 2000 offre des perspectives de rendement plus importants sur ce segment que sur les grosses capitalisations. Artus (2008) estime cet excès de rendement entre 5 et 7%. Si traditionnellement, les PME ne dialoguaient qu'avec leurs banquiers (capitalisme européen) ou leurs conseillers indépendants (héritage du capitalisme concurrentiel), les opportunités de profit attirent de nouvelles organisations issues du capitalisme de marché (banques d'investissement, fonds d'investissement, sociétés d'audit).

2. Une monographie du marché des FUSAC en France en 2010

Caractériser le rôle de l'organisation financière dans la production de la valorisation du capital d'une entreprise, notamment non cotée, a nécessité l'exploitation d'une base empirique importante. La base CARFI a été l'outil à partir duquel nous avons pu extraire les organisations financières impliquées dans les FUSAC et plus généralement les intermédiaires de la finance d'entreprise analysés dans de cette recherche.

a) Les données de la base CARFI

Les données de la base CARFI sont composées de 664 opérations financières collectées au cours de l'année 2010 dans un hebdomadaire professionnel français appelé Capital Finance, consacré à l'investissement et aux fusions et acquisitions. Sur la base de ces informations publiées, nous avons pu recenser l'implication de 1 280 entreprises et de 3 286 personnes, une opération pouvant mobiliser plusieurs entreprises et plusieurs employés d'une même entreprise. Les données collectées ont été organisées en trois niveaux : les caractéristiques de l'opération financière (la valeur de vente quand elle était rendue publique, le secteur d'activité de l'entreprise achetée, le type de montage financier mobilisé –entrée en bourse, rachat total ou partiel d'actions, capital-risque, transmission, LBO), les organisations qui sont intervenues et le rôle qu'elles ont joué (acquéreur, avocat, banque, conseil financier) et enfin les individus impliqués. Cette base a ensuite été complétée par la collecte d'information sur les individus et pour cet article, nous avons ajouté des informations sur les organisations financières concernées.

Concernant le niveau des individus, nous avons collecté sur LinkedIn les CV des comptables, des banquiers, des conseillers financiers et des acheteurs impliqués dans les transactions¹, soit un total de 839 CV, dont 730 suffisamment complets pour l'exploitation statistique. Lorsque l'on se restreint au périmètre de note analyse le nombre final de CV exploité a été de 530. Nous avons complété les données présentes dans le CV (âge, genre, formation, expérience) et ajouté la présence de la personne dans le Who's Who. Cette base sur de données individuelles a fait l'objet de travaux en sociologie avec d'une part l'analyse de la contribution des dispositifs personnels et impersonnels (les liens sociaux et les classements publics) dans l'activité des fusions acquisitions (Boussard et alii, 2017), d'autre part, elle a pu être utilisée comme données de cadrages de l'analyse qualitative sur les intermédiaires dans les fusions-acquisitions (Boussard et Dujarier, 2014).

b) Les organisations financières impliquées dans les FUSAC

Nous avons complété la base CARFI en approfondissant la caractérisation les intermédiaires financiers impliqués dans l'opération de Fusions Acquisition. Nous ne nous sommes intéressés qu'aux organisations financières impliquées en tant que conseillers financiers en supprimant donc celles qui figuraient au titre de banques. Ainsi, ce qui nous étudierons dans la suite de l'article est le service de conseil financier prodigué par un intermédiaire financier et non celui d'intermédiaire bancaire. Une opération pouvait impliquer plusieurs organisations financières. Sur les 363 opérations, 749 organisations étaient mentionnées ; certaines pouvaient intervenir dans plusieurs opérations. Enfin,

¹ Les vendeurs ne sont jamais décrits dans Capital Finance et nous avons exclus de l'analyse les avocats.

nous avons disposé après traitements de 217 organisations distinctes. Au regard des problématiques économiques et managériales autour des organisations et sur la base des données publiques que nous avons pu récupérer, nous avons choisi les dimensions suivantes : activité principale (banque, banque d'investissement, conseil d'entreprise, conseil financier, fonds d'investissement, audit), statut (indépendant / filiale de groupe en spécifiant alors l'activité principale du groupe banque/finance/audit), localisation du siège social (France/Europe/Etats-Unis/Autre). Nous avons pu collecter pour certaines organisations d'autres informations (taille, année de création) mais qui n'ont pas été utilisées dans l'ACM car nous avons trop de données manquantes.

La segmentation par activité principale de l'entité ou du groupe s'appuie sur la nomenclature des activités françaises (NAF) de l'INSEE. A l'exception des organisations d'audit (section M, classe 69-2), les organisations de notre base figurent dans la section K où sont référencés en 64-19 les services bancaires (« autres services d'intermédiation monétaire »), en 64-30 les fonds de placement, en 66-19 les services auxiliaires de banque d'investissement dont 66-19-21 le service des fusions-acquisitions des banques d'investissement, 66-19-21 les sociétés de capital-risque (les conseils d'entreprise) et le 66-19-9 les conseillers financiers. La banque correspond à des entités proposant en plus des services bancaires (crédit, dépôt) des conseils financiers à leur client. On retrouve logiquement les grandes enseignes françaises comme BNP-PARIBAS, Crédit Agricole, BPCE et Société Générale ainsi que des banques européennes (Crédit Suisse, HSBC, Deutsch Bank, Santander). Dans les banques d'investissement, on retrouve par exemple Edmond de Rothschild, Goldman Sachs, Lazard ou Nomura. Le groupe audit regroupe quelques cabinets comptables indépendants de petite taille et les quatre grands cabinets internationaux (Ernst & Young, KPMG, Deloitte, PwC). Les fonds d'investissement ne sont que 8 mais leur présence est intéressante car elle traduit l'attrait du secteur des PME français pour le capitalisme financier international. Nous avons ainsi été très surpris de trouver les noms de Blackstone ou de Blueprint Capital Advisors. Les deux dernières catégories, de loin les plus nombreuses, sont des sociétés pour la plupart inconnues du grand public. Il s'agit parfois d'une société unipersonnelle, tout au plus 5 personnes qui proposent des services de conseil. En consultant tous les sites, nous avons pu établir que certaines sociétés prodiguaient exclusivement un service financier : recherche de financement, entrée en bourse, montage de LBO, ... D'autres au contraire proposaient un service plus global plus orienté vers la stratégie industrielle comme solution pour la croissance, recherches de partenariats industriels, capital-risque,... C'est pourquoi nous avons estimé que ces différences justifiaient une qualification différente. Toutefois, nous verrons par la suite que finalement cette différenciation ne ressort pas au niveau de l'ACM, ces deux catégories présentant de fortes similitudes.

L'annexe 2 présente une synthèse des caractéristiques de nos organisations.

In fine, pour le présent article, nous nous intéresserons au champ de la finance française, à travers une structuration en trois strates : les 217 organisations financières mues par des logiques différentes ayant conseillé les acheteurs ou les vendeurs lors de 366 opérations de FUSAC et 530 profils de professionnels.

3. L'espace segmenté des intermédiaires de la finance française en 2010

a) Description de l'ACM

Pour construire l'espace des intermédiaires de la finance, la notion de champ, entendu comme un espace relativement autonome de positions qui se définissent relationnellement, s'avère particulièrement heuristique. Opérationnalisé à l'aide d'un outils statistique tel que l'analyse des correspondances multiples (ACM), l'examen du marché des intermédiaires financiers comme champ permet ainsi de construire un espace de proximités et de distances entre acteurs, organisés autour de grand principes d'opposition. Pour définir ces distances, nous devons structurer cet espace en caractérisant les organisations. Nous proposons de définir la position de chacune à un moment donné à partir des ressources dont elle dispose (son activité, son appartenance à un groupe, son pays d'affiliation) et des pouvoirs qui lui sont conférés au titre de son rôle de conseiller lors des opérations financières. Ce pouvoir est mesuré par le nombre d'opérations financières réalisées durant l'année 2010, le nombre de secteurs investis et surtout l'importance vénale des opérations financières réalisées².

En raison de non-réponses, lors de l'enquête annuelle, seules certaines variables ont pu être utilisées (voir encadré). Les 12 variables retenues, qui comportent 16 modalités actives et 4 passives, renvoient toutes à l'activité ou à la structure des sociétés et proviennent de notre source *Capital Finance*. 2 variables décrivant l'activité et la structure de l'organisation ont été projetées en éléments supplémentaires : le type d'opération et la nature du secteur concerné par l'opération.

En partant des activités et des indicateurs sur la structure de l'organisation ainsi que de l'intensité de l'activité, l'ACM permet de dégager un système cohérent de distances entre valorisations financières. Celles-ci peuvent alors s'interpréter comme des écarts entre valorisations financières (variable à expliquer), ce qui permet de saisir les principes par lesquels les organisations façonnent des valorisations financières les unes par rapport aux autres. Cet usage de l'ACM en fait une méthode statistique, certes descriptive, mais pas moins explicative que d'autres pour le sociologue, contrairement à ce que l'on prétend souvent (en particulier à propos des régressions).

Encadré : indicateurs et variables

Les 12 variables mobilisées pour l'analyse sont structurées en quatre catégories qui portent sur : l'activité de l'organisation ; sa structuration ; les valorisations financières des opérations ; les individus. Outre la segmentation que nous venons de décrire, d'autres variables ont servi à l'analyse.

Variables activité : la segmentation précédemment évoquée ; le nombre de secteurs sur lesquelles portent les opérations ; le nombre d'opérations et le type d'opération.

Variables structurelles : le fait que l'organisation soit indépendante ou fasse partie d'un groupe ainsi que l'activité du groupe ; son origine géographique ; la nature du secteur sur lequel porte l'opération financière.

Variables de valorisation : le montant de l'opérations financières lorsqu'il est indiqué

Variables individus : le sexe, l'âge, le diplôme et l'existence d'une notule dans le Who's Who in France.

Pour chaque organisation, parmi ces 12 variables de l'ACM, 5 sont actives, une (la valorisation) est la variable à expliquer, et 6 autres sont illustratives.

² La valorisation des opérations financières n'est pas toujours indiquée dans Capital Finance, notre source.

Variables actives : l'activité de l'organisation, l'activité du groupe, le nombre d'opérations, le nombre de secteur et le pays d'origine

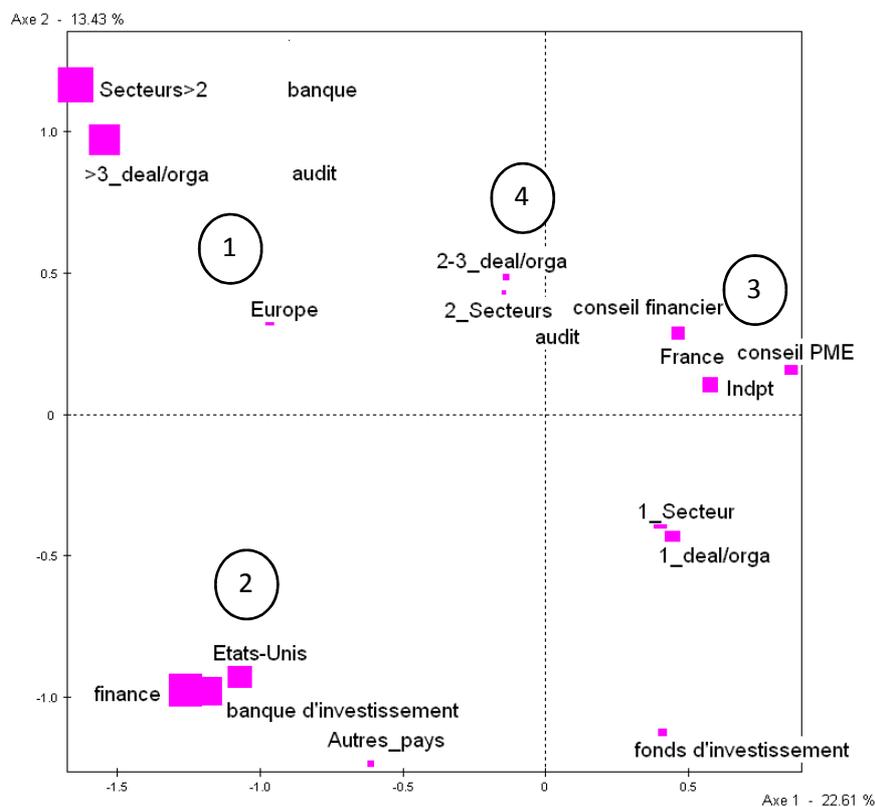
Variables illustratives : la valorisation, le type d'opération, le secteur d'activité économique, et les 4 variables relatives aux individus mentionnés dans l'opération financière (sexe, âge, diplôme, présence dans le Who's Who).

Comme toujours dans la constitution d'une base à partir de données recueillies se pose la question des non-réponses ou de l'absence d'information. Ici, ce problème concerne exclusivement le montant des opérations et les informations individuelles. L'ACM spécifique permet d'analyser des tableaux associant des variables catégorisées à des individus (les organisations dans notre cas). Mais elle offre également la possibilité de placer des modalités à effectifs rares ou de faible intérêt en éléments supplémentaires. Celles-ci n'interviennent donc pas dans le calcul des distances entre organisations et entre variables, contrairement aux autres modalités.

b) Résultats de l'ACM

L'analyse permet de dégager deux axes principaux (Annexe 3, tableau 1). La décroissance des valeurs propres, caractérisée par un décrochage entre les axes 2 et 3, invite à se concentrer sur ces deux axes pour mener l'interprétation statistique et sociologique des résultats. Le graphique 1 présente le plan formé par les axes 1 et 2 de l'ACM.

Graphique 1 : Nuages des modalités sur le plan formé par les axes 1 et 2



Source : auteurs

Rem. : La taille des carrés est proportionnelle à la contribution des modalités à l'analyse

Le premier axe de l'analyse des correspondances multiples ($t_1=0,51$) fait ressortir l'opposition entre les sociétés financières françaises aux autres sociétés étrangères : deux types de sociétés cohabitent, les sociétés de conseil en finance, les sociétés de conseil en PME et les autres. Spécialisées sur des marchés locaux, les premières sont davantage mono-service et ont réalisé une voire deux opérations financières maximum en 2010. Seuls quelques cabinets d'audit français et quelques fonds d'investissements indépendants partagent des propriétés comparables. Toutes ces sociétés s'illustrent davantage par les propriétés qui leur font défaut par rapport aux structures internationales qui réalisent le gros de l'activité : les variables qui caractérisent le nombre de secteur comme le nombre d'opérations dans l'année en attestent (situées à gauche de l'axe 1). Bien que proches des sociétés de conseil en PME sur l'axe 1 de l'ACM, comme attendu, les sociétés de conseil financier s'en distinguent néanmoins par les valorisations plus importantes en moyennes : les montants des opérations financières supérieures à 10 millions d'euros représentent 20,6% des conseils en finance contre 7,1% des conseil PME. Mais dans ces deux cas, ces montants sont la plupart du temps bien inférieurs à ceux des groupes d'entreprises que l'on retrouve de l'autre côté de ce premier axe. 72,3% des banques ont réalisées une opération supérieure à 10 millions d'euros, ce n'est le cas que pour 62,3% des banques d'investissements.

L'analyse de l'axe 2 de l'ACM ($t_2=0,31$) met au jour une bipolarité entre les activités de banque d'investissement, de groupes financiers américains et celles de banques européennes (françaises incluses). Hormis la nature même de leur activité, ce sont les origines géographiques, l'Europe, comme le nombre plus élevé d'opérations en France durant l'année 2010 qui caractérisent cet ensemble d'organisations. A partir de l'annexe 4 qui présente les projections des caractéristiques des opérations, nous pouvons aussi constater des différenciations notables. Les opérations initiées par les groupes bancaires (1) et les groupes de banques d'investissement (2) sont plutôt des fusions ou acquisitions traditionnelles et couvrent un large spectre de secteurs d'activités. Le secteur des conseillers (3) est plus spécialisé sur certaines opérations (capital-risque, développement, private equity) et sur certains secteurs notamment les technologies de l'information.

Puisqu'il est question dans ce numéro spécial de valeur, il nous a semblé important de considérer la différenciation suivant le montant de l'opération.

Tableau 1 : Valeur de l'opération et statut de l'organisation

Valeur de l'opération (millions d'euros)	Indépendant	Groupe audit	Groupe bancaire	Groupe financier	Total
>100 M€	7%	11%	61%	28%	16%
10 – 100 M€	7%	22%	17%	30%	13%
2 - 10M€	17%	22%		11%	14%
<2M€	19%	11%			13%
N'a pas été publiée	50%	33%	22%	32%	43%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Source : auteurs, N=217

Nous pouvons constater que 43% des publications ne mentionnaient pas le montant de l'opération, et cela concernait particulièrement les opérations menées par les indépendants, les entreprises d'audit et les groupes financiers. Les banques à contrario étaient plus transparentes. Les banques européennes (1) outre qu'elles réalisent de nombreuses opérations, interviennent plus fréquemment pour de hauts montants (certaines dépassant le milliard d'euros). Les groupes financiers anglosaxons réalisent moins d'opérations, sur des « deals » à montant élevés. Les indépendants (3) et les organisations d'audit réalisent moins d'opérations sur des montants plus faibles. Cette opposition recouvre une hiérarchie implicite entre les différentes organisations.

En marge de la segmentation formée par les banques d'investissement américaines, les groupes bancaires européens et les conseillers indépendants, on trouve des acteurs d'autres pays ainsi que les fonds d'investissement et des cabinets d'audit. Les cabinets d'audit constituent un groupe disparate avec d'une part les Big Four (44,4% des cas) et d'autre part des sociétés d'audit locales indépendantes. Ces sociétés ont diversifié leurs activités vers le conseil financier avec l'intensification de la financiarisation des PME. En matière de diversité des transactions comme en ce qui concerne la variété des secteurs investis, ils se situent dans notre espace entre le pôle des banques européennes et les conseils en PME et les sociétés de conseil en finance. En plus faible nombre encore, les fonds d'investissements se caractérisent par une origine américaine, un faible nombre d'opérations financières, et un positionnement sur des opérations de finance de marché – fusions-acquisitions et « Private Equity ». Si les contributions de ces deux groupes à notre analyse demeurent modestes, leur rôle a été abondamment documenté par d'autres travaux portant sur la financiarisation. Les opérations de *datacrunching* réalisées lors des transactions services (TS)³ des cabinets d'audit ou encore les principes de valorisation mis en œuvre par les fonds d'investissements contribuent à la « marchandisation de la finance ». Leur présence dans notre base de données indique d'ailleurs qu'ils interviennent aussi dans sur l'espace français.

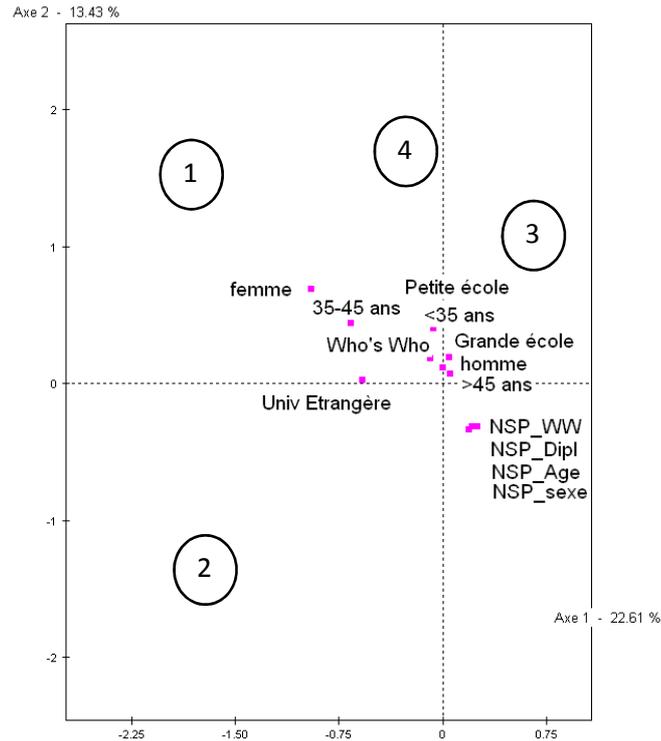
4 pôles distants émergent : (1) les groupes bancaires français et européens ; (2) les groupes financiers et les banques d'investissement américains et du reste du monde ; (3) les conseillers financiers et PME indépendants français ; (4) le secteur de l'audit. Les fonds d'investissement sont à part mais leur faible nombre ne permet pas réellement d'inférer des résultats.

c) Caractéristiques individuelles

Nous avons projeté les données des employés sur l'espace formé par les axes de l'ACM obtenus préalablement. Nous conservons donc les caractéristiques structurelles de la segmentation, résumées ici par les chiffres des quatre pôles obtenus.

Figure 2 : sexe, âge, niveaux de diplômes et présence dans le Who's Who sur le plan formé par les axes 1 et 2

³ Boussard et alii (2017)



Source : auteurs

De manière évidente, à l'inverse des petites structures françaises, les femmes sont moins mal représentées dans les grands groupes financiers, les grandes banques d'investissement ou les grandes banques européennes. Sans doute que la taille de l'organisation offre à celles-ci davantage l'opportunités d'intervenir à haut niveau dans les opérations financières. Dans ces organisations, l'âge moyen y est également moins élevé que dans les petites structures françaises et l'on a plus de chance d'y trouver les rares personnes figurant dans le Who's Who in France, signe de la plus grande notabilité de ce pôle bancaire européen. Sans surprise, mais qui reflète l'importation des modes managériales, les diplômés étrangers, majoritairement nord-américains, y sont les plus fréquemment représentés.

Les employés (3) du pôle des PME et conseillers financier très national présentent une forte dominance masculine (près de 11 % de femmes) et un âge plus avancé (les conseillers PME et les conseillers financiers ont plus de 45 ans dans 60% des cas contre 50% dans les grands groupes bancaires). Concernant la formation, deux faits marquants sont à signaler : contrairement à leurs homologues des grands groupes anglo-saxon, ils omettent d'indiquer souvent de mentionner leur formation (27,8% pour grands groupes bancaires et 54,4% pour le conseil en PME) ; toutefois quand le diplôme est mentionné, il s'agit d'un diplôme de grandes écoles (42% dans le conseil financier et 39% en conseil PME). Les non réponses correspondent vraisemblablement à l'absence de formation dont les employés pourraient se faire valoir. Enfin, en matière de notabilité, rares sont ceux qui possèdent une notule dans le Who's Who. On notera par ailleurs, que dans bien des cas, les conseillers financiers comme les conseillers PME ont donné leur nom à leurs sociétés jouant ainsi sur la renommée locale ou nationale qu'ils ont pu établir dans le temps.

4. Trois capitalismes financiers

L'ACM révèle trois régimes distincts : celui construit autour des groupes bancaires européens, le deuxième autour des banques d'investissement américaines et le troisième avec des conseillers indépendants français. Deux autres groupes ont aussi été observés mais sans qu'il soit possible de les différencier statistiquement (audit et fonds d'investissement). Nous proposons dans cette dernière partie de résumer ces trois régimes de capitalisme financier en soulignant les modes distincts de production de valeur.

a) Le capitalisme financier bancaire

Les banques européennes ont diversifié leurs activités et proposent désormais une gamme complète de services bancaires, financiers, assurantiels à leur clientèle de particuliers ou des entreprises. Dans le cas qui nous intéresse ici, les banques disposent désormais d'entités dédiées au conseil financier aux entreprises et particulièrement aux PME. Dans notre base, les conseillers étaient généralement des filiales identifiées d'un groupe bancaire, comme par exemple la Banque privée du CRCA Mutuel Touraine Poitou, membre du réseau du Crédit Agricole ou encore la Banque Privée 1818, filiale de BPCE. Les entreprises françaises confrontées à une opération de croissance, de fusion, de transmission s'adressent naturellement en premier lieu à leur banquier qui devient conseiller financier, sans être nécessairement le prêteur. C'est donc de la relation de long terme entre le banquier et son client que naît la décision de recourir au banquier au titre du conseil financier. Il est par conséquent logique que la nature de l'opération, le secteur d'activité ne soit pas un élément déterminant dans le choix du conseiller.

Evidemment, les banquiers peuvent privilégier d'accompagner seulement les clients à haut potentiel, ce qui justifie le positionnement en terme de valorisation des banques. On retrouve ici une autre saillance du comportement bancaire à savoir la sélection à partir de l'information privée acquise par la gestion de tenue de compte et la possibilité d'engendrer un rationnement sur la base de cette information privée.

Sur le plan plus du travail, on observe une présence féminine relativement importante, un âge moyen entre 35-45 ans et une faible apparition dans le Who's Who. Ces particularités ont déjà été soulignées dans des travaux sociologiques sur les métiers bancaires (Dressen, 2016). Les « conseillers pro » en charge des entreprises sont formés en interne, après une expérience en banque et l'acceptation par les pairs, après avoir passé un concours et de suivi des cours. La féminisation est aussi un fait vérifié : depuis les années quatre-vingt la part des femmes en banque sur l'ensemble des strates ne cesse de croître, mais le plafond de verre persiste.

Ce premier régime de capitalisme financier s'appuie donc sur une connaissance mutuelle locale et sur la réputation acquise par l'organisation bancaire. Les employés ne sont pas dotés de capital symbolique spécifique. La financiarisation des PME a constitué une aubaine pour les banques européennes qui ont pu tirer parti de la proximité nouée avec les entreprises clientes pour proposer de nouveaux services et une nouvelle source de revenus fixes. La valorisation financière assise sur cette forme de capitalisme emprunte à la logique bancaire et à l'évaluation fondée sur la comptabilité et la solvabilité des entités.

b) Le capitalisme financier marchand

Le deuxième régime de capitalisme financier repose sur les banques d'investissement américaines. Ces organisations sont spécialisées dans le service financier et historiquement plutôt

ancré sur les marchés financiers. Les années deux mille marquent leur ouverture vers des entreprises de petites tailles non encore cotées. Les private equity et l'accompagnement de start-up dans leur développement constituent de nouvelles activités qui viennent s'ajouter aux autres services proposés. Leur déploiement se note aussi en terme géographique : la financiarisation s'est accompagnée d'une internationalisation des groupes financiers qui offrent désormais des services globaux similaires dans de nombreux pays. Le marché français attire donc les grandes maisons de Wall Street : JP Morgan, Goldman Sachs, BoA-Merril Lynch mais aussi des enseignes moins connues du grand public Piper Jaffray Companies, Oaklins ou encore Evercore. Ces sociétés réputées interviennent parfois à travers leurs filiales européennes ou par des sociétés qui ont été intégrées au groupe comme Aelios France devenue Oaklins. Elles interviennent dans peu d'opération et les montants engagés restent élevés.

Les profils des employés sont plus internationaux avec des études dans des établissements américains. Par contre, il y a relativement moins de personnes diplômées de grandes écoles françaises. La pénétration du marché français par des groupes américains semble donc se faire via des français formés aux codes financiers anglo-saxons et embauchés pour mener des opérations en France. Dans ces organisations, l'âge moyen y est également moins élevé que dans les petites structures françaises, la présence féminine est relativement plus prononcée et l'on a plus de chance d'y trouver des personnes figurant dans le Who's Who in France. Ainsi, le capitalisme financier marchand s'appuie sur un isomorphisme normatif (Di Maggio, Powell, 1983), les organisations choisissant des employés rompus aux standards de la finance de marché américaine pour conquérir le secteur dynamique et rentable des PME françaises et ainsi offrir ainsi de nouvelles opportunités de placement pour les clients américains.

Il nous semble que ce mouvement d'isomorphisme normatif est aussi porté par la présence des Big Four de l'audit qui partage la présence d'employés formés aux Etats-Unis.

Il faut aussi noter dans ce capitalisme financier la présence de banques d'investissement françaises, comme Oddo Finance, Edmond de Rothschild ou encore Union Financière de France. Ces sociétés diffèrent des sociétés de conseil financier en cela qu'elles sont de grande taille et proposent non seulement des conseils financiers aux entreprises, mais encore des activités de gestion de portefeuille ou de couverture des risques. Cette catégorie ne ressortait pas significativement dans l'ACM car elle emprunte des saillances aux banques françaises (de nombreuses opérations sont réalisées sur différents secteurs) et aux banques d'investissement américaines (recrutement d'employés formés aux Etats-Unis et figurant dans le Who's Who). Statistiquement, elles se retrouvent pratiquement à équidistance des deux groupes (voir annexe 5, figure 5). Mais, elles contribuent évidemment à la diffusion du capitalisme financier marchand sur le territoire français et elles se sont avérées très actives en 2010 dans les opérations de FUSAC. Ainsi, le groupe Rothschild (en intégrant Transaction R) a réalisé 30 opérations, soit plus que le champion bancaire Crédit Agricole avec seulement 18 à son compte.

Le dernier acteur de ce capitalisme est constitué par les fonds d'investissement, américains (Blackstone, Blueprint Capital Advisors) ou français (Cazenove, Equalis Capital) qui interviennent au titre de conseil mais visent par cette fonction de nouveaux placements dans le private equity pour diversifier leur portefeuille collectif.

Tous ces acteurs participent du développement de la finance de marché, assise sur l'entrée en bourse des sociétés, la valeur actionnariale et une valorisation fondée sur la valeur de marché.

c) Le capitalisme financier concurrentiel

La dernière forme de capitalisme financier est celle développée par une myriade de petites structures (120 sur 217 recensées) indépendantes (pour la très grande majorité) en concurrence, œuvrant généralement sur une seule opération au cours de l'année 2010, prodiguant exclusivement des conseils financiers aux entreprises. Parmi les sociétés de conseils financiers, on trouve par exemple Aurignac Finance, MBA Capital ou encore Messier Partners. Elles sont pour la plupart domiciliées à Paris, plutôt dans les beaux quartiers (8^{ème} et 16^{ème} arrondissement). Elles interviennent sur des opérations à valeurs plus faibles que les banques et les banques d'investissement, mais un peu plus élevées que celles des conseillers PME. Les sociétés de conseillers PME sont plus dispersées territorialement, avec des implantations à Paris et proche banlieue mais aussi en Province à Lyon, Nantes, Lille, Marseille ou encore Toulouse. Leurs noms sont confidentiels et nombre d'entre elles avaient disparu en 2017. On trouve notamment I-deal development, Toplink Innovation ou encore Kapeos. On notera par ailleurs, que dans bien des cas, les conseillers financiers comme les conseillers PME ont donné leur nom à leurs sociétés jouant ainsi sur la renommée locale ou nationale qu'ils ont pu établir dans le temps. Il est en ainsi de Messier Partners puisque l'unique dirigeant et employé n'est autre que l'ancien PDG de Veolia : Jean-Marie Messier.

Les employés de ces sociétés partagent des similitudes : une majorité d'hommes, une formation nationale avec pour certains un diplôme de grande écoles, une faible apparition de le Who's Who. On retrouve dans ce capitalisme une légitimité acquise par une forme de noblesse d'Etat (Boussard, Paye, 2017 ; Bourdieu, 1989) à travers le diplôme (pour ceux qui ont fait une grande école) ou le plus souvent par l'entre-soi, qui se retrouve évidemment dans la localisation, soit dans les quartiers parisiens associés à la bourgeoisie (Pinçon, Charlot, 2016) soit dans les régions françaises connues pour leur bourgeoisie historique d'affaires (Lyon, Lille, Marseille, Nantes).

Les montants des opérations financières réalisées restent plus faibles que pour les autres formes de capitalisme, les montants supérieurs à 10 millions d'euros représentent 20,6% des conseils en finance contre 7,1% des conseil PME.

Ce troisième pôle du capitalisme financier français est proche du régime capitaliste concurrentiel à savoir qu'il est étroitement lié aux innovations (ici l'innovation financière entendue comme l'engouement collectif pour le private equity) et marqué par un processus de création/destruction. Ainsi, quand en 2017 nous avons décidé de compléter la base CARFI sur le volet organisationnel, nous avons été surpris par le nombre de sociétés qui avaient entre temps disparu, soit par rachat, soit par faillite (13/120). Ce capitalisme financier revendique une logique d'accompagnement du développement de l'entreprise assise sur la stratégie industrielle et sur la finance d'entreprise.

Conclusion

A la fin des années 2000, les investisseurs financiers cherchent de nouvelles opportunités car les segments réglementés – actions, obligations et titres monétaires- sont marqués par des rendements très faibles. C'est à ce moment que les sociétés non cotées et les petites capitalisations attirent les convoitises. Le problème réside dans le fait qu'il s'agit de petites entreprises dont la réputation ne dépasse guère le pays voire la région. Les intermédiaires financiers, informés localement de l'existence de ces « pépites » sont donc essentiels pour répondre à cet engouement. Notre article étudie ces intermédiaires en s'appuyant sur le cas français en 2010 à travers la base CARFI,

complétée de caractéristiques organisationnelles et individuelles. Grâce à une ACM, nous avons pu démontrer l'existence de trois régimes de capitalisme financier : l'un adossé aux groupes bancaires européens, le deuxième sur les banques d'investissement américaines et enfin le dernier sur des sociétés indépendantes. Ces trois capitalismes présentent des caractéristiques organisationnelles (groupe/indépendant, activité banque/finance/conseil, localisation Europe/Etats-Unis/France), économiques (1 ou plusieurs opérations, montants des opérations, secteurs) et humaines (formation en France ou aux Etats-Unis, rapport homme/femme, âge, présence dans le Who's Who) sensiblement différentes. Enfin, ces trois capitalismes reposent sur des modèles de valorisation distincts, hérités soit de la logique bancaire, de la finance de marché ou de la finance d'entreprise.

La base CARFI a fait l'objet d'autres travaux en sociologie avec des angles d'attaque différents. Ainsi, Boussard et alii (2017) proposent d'expliquer à partir des données individuelles comment les liens de confiance se font en finance, par le réseau ou par les classements publics (la réputation des entreprises). Ils s'appuient aussi dans leur article sur des interviews réalisées sur les personnes impliquées dans les deals ce qui permet de mieux qualifier la nature du service FUSAC mais aussi des liens impersonnels noués. Nous pensons que cette complémentarité entre approches disciplinaires et angle d'analyse sont essentielles pour comprendre le champ financier. Et nous rejoignons en cela la lecture de Lahire (2012) sur la complémentarité des échelles d'observation et des lectures théoriques. Ici nous avons choisi l'échelle des organisations, Boussard et alii (2017) avaient préféré celle des individus, Boussard et Dujarier (2014) ont opté pour les représentations professionnelles.

Enfin, nous avons dressé dans cet article une monographie des organisations financières présentes en 2010 sur le marché des FUSAC en France. Il serait intéressant de refaire ce même travail à une autre date pour analyser les dynamiques organisationnelles.

References

- AGLIETTA, M. (1997), *Régulation et crises du capitalisme*. Paris, Odile Jacob.
- AGLIETTA, M., et Rebérioux, A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*. Albin Michel.
- ALLEN, F., et SANTOMERO, A. M. (2001), «What do financial intermediaries do? ». *Journal of Banking & Finance*, 25(2), 271-294.
- AMABLE, B. (2003), *The diversity of modern capitalism*. Oxford University Press.
- ARTUS (2008), «Private equity : un succès transitoire dû à l'environnement ou un succès durable ? », in Glachant, J., Lorenzi, J. H., & Trainar, P. (2008), *Private equity et capitalisme français*. Documentation française, p. 189-199.
- BAUD, C., et CHIAPELLO, È. (2015), «Comment les firmes se financiarisent: le rôle de la réglementation et des instruments de gestion », *Revue française de sociologie*, 56(3), 439-468.
- BEDU, N., et MONTALBAN, M. (2013), Analysing the uneven development of private equity in Europe: legal origins and diversity of capitalism. *Socio-Economic Review*, 12(1), 33-70.
- BOURDIEU, P. (1989), *La noblesse d'Etat*, Edition de Minit.
- BOUSSARD, V. (2016), « Celles qui survivent : dispositions improbables des dirigeantes dans la finance », *Travail, genre et société*.

- BOUSSARD, V. et M.-A. DUJARIER (2014), « Les représentations professionnelles en question. Le cas des intermédiaires dans les fusions-acquisitions », *Sociologie du travail*.
- BOUSSARD, V., GODECHOT, O., et WOLOSZKO, N. (2017), « How to make a deal: the role of rankings and personal ties in creating trust in the mergers and acquisitions market. », *Socio-Economic Review*.
- BOUSSARD, V. et PAYE, S. (2017) « Financialisation through the trajectories of business school graduates in France », in Boussard, V., *Finance at Work*, Routledge, 156-174.
- BOYER, R. (2015), Économie politique des capitalismes. *Théorie de la régulation et des crises*, Paris, La Découverte.
- CARRUTHERS, B. G. (2015), «Financialization and the institutional foundations of the new capitalism ». *Socio-Economic Review*, 13(2), 379-398.
- CARRUTHERS, B. G., et STINCHCOMBE, A. L. (1999), «The social structure of liquidity: Flexibility, markets, and states ». *Theory and Society*, 28(3), 353-382.
- CHAMBOST, I., (2016), «Le rôle des analystes financiers dans la construction sociale de la valeur financière », in Y. TADJEDDINE, I. CHAMBOST and M. LENGLET (eds.), *La Fabrique de la finance*, Septentrion.
- CHAMBOST, I. (2013), «De la finance au travail. Sur les traces des dispositifs de financiarisation». *La nouvelle revue du travail*, (3),
- CHIAPELLO E. (2015), «Financialisation of Valuation», *Human Studies*, 38 (1), 13-35.
- DI MAGGIO, P., et POWELL, W. (1983), «The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields». *American Sociological Review*, 48(2), 147-160.
- DRESSEN, M., (2016), « Force de travail et formation professionnelle dans les banques », in Y. TADJEDDINE, I. CHAMBOST and M. LENGLET, (eds.), *La Fabrique de la finance*, Septentrion, février.
- FERRARY, M., & GRANOVETTER, M. (2009), «The role of venture capital firms in Silicon Valley's complex innovation network». *Economy and Society*, 38(2), 326-359.
- FLANDREAU, M. (2016), *Anthropologists in the stock exchange: a financial history of Victorian science*. University of Chicago Press.
- GURLEY, J. G., et SHAW, E. S. (1956), «Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process». *The Journal of Finance*, 11(2), 257-276.
- GURLEY, J. G., et SHAW, E. S. (1960), *Money in a Theory of Finance*. Washington, DC: Brookings Institution.
- LAHIRE, B. (2012), *Monde pluriel. Penser l'unité des sciences sociales*. Paris: Seuil.
- PINSARD N., et TADJEDDINE Y. (2018), «L'Edit de la paulette 1604 : une marchandisation des finances royales sans marchand», Working Paper BETA.
- PINÇON M., CHARLOT M. (2016), *Sociologie de la bourgeoisie*. Paris: La Découverte
- REVEST, V., & SAPIO, A. (2013), « An essay on the emergence, organization and performance of financial markets. » In PYKA, A., & BURGHOF, H. P. (Eds.), *Innovation and Finance*. Routledge, 69-91.

SEABROOKE, L. (2006), *The social sources of financial power: domestic legitimacy and international financial orders*. Cornell University Press.

Annexe 1 : origine de la base CARFI, la base deals, Les Echos, capitalfinance

Annexe 2 :

Tableau 2 : Synthèse des caractéristiques des organisations

	France	Europe	Amérique du Nord	Autre pays	Dont indépendants	Total
Audit	3	2	4	0	12	21
Banque	7	6	5	0	0	18
Conseiller financier	5	2	5	1	50	63
Banque d'investissement	6	6	19	6	8	45
Fonds d'investissement	1	0	5	0	7	13
Conseiller stratégique	1	1	0	0	55	57
Total	23	17	38	7	132	217

NB : au moment de la collecte de données, l'hebdomadaire était imprimé et constitué de notules d'opérations financières.

Tableau 3 : Variance des axes

Axe	Valeur propre	Pourcentage	Pourcentage cumulé
1	0,51	22,61	22,61
2	0,31	13,43	36,05
3	0,27	11,71	47,76
4	0,24	10,68	58,44

Source : auteurs

Tableau 4 : Contributions des variables aux axes

Variables	Contributions à l'axe 1	Contributions à l'axe 2
Activité	19,72	21,59
Activité du groupe	24,54	23,41
Pays	17,67	15,35
Nombre de secteur	19,17	18,92
Nombre d'opérations	18,90	20,72

Source : auteurs

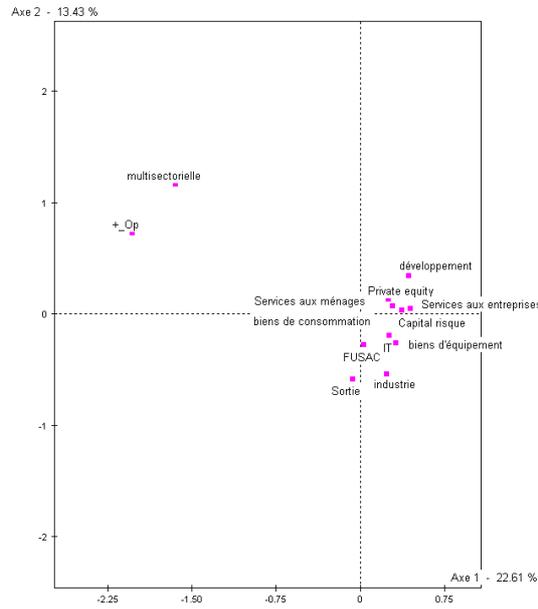
Tableau 5 : Contributions les plus importantes des axes 1 et 2

Modalités	Axe 1		Modalités	Axe 2	
Secteurs>2	15,05	-	finance	13,49	+
>3_deal/orga	14,09	-	banque d'investissement	13,06	-
finance	13,34	-	Secteurs>2	12,66	+
banque d'investissement	11,30	-	Etats-Unis	11,10	-
Etats-Unis	8,80	-	banque	9,47	+
Indépendant	8,58	+	>3_deal/organisation	9,37	+
conseil PME	7,54	+	1_deal/organisation	7,64	-
France	5,69	+	1_Secteur	6,26	-

Source : auteurs

Annexe 4 :

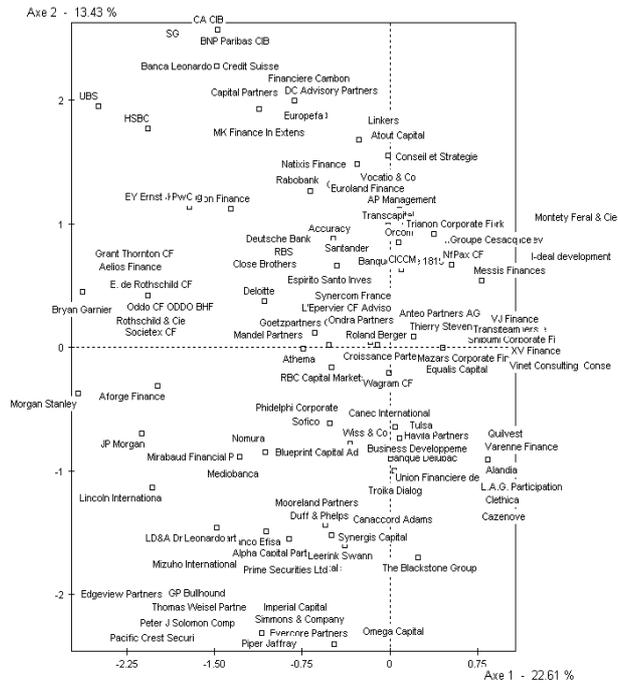
Figure 4 : Projection de la nature des deals sur les axes 1 et 2 de l'ACM



Source : auteurs

Annexe 5 :

Figure 5 : ACM avec le nom des organisations axes 1 et 2



Source : auteurs