



HAL
open science

Comment la finance investit le futur des entreprises : une analyse des dispositifs de liquidité à l'œuvre

Isabelle Chambost

► To cite this version:

Isabelle Chambost. Comment la finance investit le futur des entreprises: une analyse des dispositifs de liquidité à l'œuvre. *Revue Française de Socio-Economie*, 2018, 2 (21), pp.77-103. 10.3917/rfse.021.0077 . hal-02093710

HAL Id: hal-02093710

<https://cnam.hal.science/hal-02093710>

Submitted on 5 Jun 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Comment la finance investit le futur des entreprises : une analyse des dispositifs de liquidité à l'œuvre

Isabelle Chambost

DANS **REVUE FRANÇAISE DE SOCIO-ÉCONOMIE** 2018/2 (N° 21), PAGES 77 À 103
ÉDITIONS **LA DÉCOUVERTE**

ISSN 1966-6608

ISBN 9782348040887

DOI 10.3917/rfse.021.0077

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://www.cairn.info/revue-francaise-de-socio-economie-2018-2-page-77.htm>



CAIRN.INFO
MATIÈRES À RÉFLEXION

Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...

Flashez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



Distribution électronique Cairn.info pour La Découverte.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

Comment la finance investit le futur des entreprises : une analyse des dispositifs de liquidité à l'œuvre¹

Isabelle CHAMBOST

CNAM – Conservatoire national des arts et métiers (LIRSA)
isabelle.chambost@lecnam.net

Cet article analyse la manière dont un modèle financier de valorisation conduit à influencer le futur effectif des entreprises dans la perspective de leur revente. Mobilisant deux enquêtes de terrain, il montre comment, afin de pallier les risques liés à la volatilité des cours boursiers, le futur financiarisé d'une entreprise cotée se concrétise au terme d'un jeu perpétuel de renégociation enracinée dans le présent. Dans le cas de l'entreprise non cotée, le futur financier, intégrant un plus fort taux de rentabilité attendue, scelle à moyen terme le futur productif, en conformité avec les projections de l'investisseur-analyste.

How the finance invests the future of companies: An analysis of the liquidity devices at work

This paper examines the effect of the valuation financial model on the future of enterprises in the context of their potential resale. Based on two field surveys, it demonstrates that the financialized future of a public company derives from an endless negotiation game rooted in the present in order to mitigate the risks resulting from the share price volatility. In the case of private companies, the financial outlook is based on a higher expected return and frames the future of the productive operations within a medium-term perspective, in line with the forecasts of investor-analysts.

Mots clés : analystes financiers, dispositifs financiers, financiarisation, fonds de capital-investissement, LBO, évaluation

Keywords : financial analysts, financial devices, financialization, private equity funds, LBO, valuation

¹ L'auteur tient à remercier tout particulièrement les réviseurs pour la pertinence et l'esprit très constructif de leurs préconisations.

1. Introduction

Le futur, en finance, s'énonce comme la promesse de revenus futurs. C'est ainsi que par sa modélisation du temps qui passe et des risques associés, la finance tend à transformer notre rapport au temps. Comme l'analyse Vatin [2016], l'inscription des activités économiques et sociales dans ces logiques financières distendent nos représentations temporelles et conduisent à inscrire d'ores et déjà dans notre présent un futur financiarisé. Dans la présente contribution, nous allons analyser la façon dont l'activité d'évaluation par les analystes financiers, supposée proposer une évaluation objective externe (depuis « le marché » et pour lui) de la valeur actualisée des perspectives de profits futurs de l'entreprise, inscrit en fait cette dernière dans un horizon temporel socialement construit et formate son présent.

Notre proposition prolonge à cet égard deux champs de recherche distincts, même si en partie connexes. Tout d'abord, la littérature sur la financiarisation qui montre finalement comment la finance appose ses droits sur le destin des acteurs et des espaces non financiers, que ce phénomène soit étudié à un niveau macro, en tant que nouveau régime d'accumulation, à un niveau méso en tant que processus de redistribution à travers l'imposition d'une création de valeur pour l'actionnaire, ou encore à l'échelle de notre quotidien [Van der Zwan, 2014]. Puis les *valuation studies*, qui envisagent les activités d'évaluation et de valorisation comme des pratiques impliquant et entérinant un agencement d'acteurs et de dispositifs, formatant ainsi leurs logiques d'action [Muniesa *et al.*, 2007 ; Vatin *et al.*, 2013]. Comme l'analyse Chiapello [2015], l'évaluation financière et la valorisation qui en découle sont en effet susceptibles de pénétrer, voire de « coloniser » tant la comptabilité et les normes prudentielles des banques que les activités artistiques ou les politiques gouvernementales. Les développements suivants vont ainsi s'attacher à analyser en quoi l'évaluation-valorisation constitue une pratique susceptible de normaliser la projection temporelle des acteurs non financiers, en retenant les catégories d'analyse issues de la définition de la financiarisation par Reinhart et Rogoff [2009]. Ces auteurs mettent l'accent sur le fonctionnement des marchés financiers, soulignant, dans une perspective de recherche croissante de rentabilité, le développement par la finance de services et de produits axés sur la gestion du risque et la manière dont elle s'en prémunit. Trois types de stratégies sont ainsi mobilisés : une recherche accentuée de liquidité (recherchant à revendre le plus rapidement possible les titres détenus), un raccourcissement des horizons de gestion (de l'intrajournalier au très long terme que représente l'horizon d'une année) et l'organisation du transfert des risques, tant au sein de la sphère financière qu'à destination de la sphère productive.

Cet article s'inscrit dans ces recherches d'identification des chemins empruntés par la financiarisation, du fonctionnement de l'intermédiation financière à la pénétration de ses logiques dans les entreprises, en s'interrogeant sur les forces en jeu. Il se propose ainsi d'analyser la manière dont les analystes financiers, tenants institutionnels de la valorisation des entreprises, articulent leur représentation de l'avenir économique et social d'une entreprise, sur la base de la somme actualisée à l'infini des rendements futurs, avec la réalisation effective de ces derniers. En effet, si ce modèle financier canonique a été élaboré à partir des recherches de Fisher [1930] et de Williams [1938]

en considérant un futur risqué², l'incertitude radicale et l'instabilité qui caractérise la finance, particulièrement étudiées par Orléan [1999], conduisent à une recherche de rentabilité, certes fonction des revenus escomptés durant la période de détention des titres, mais surtout des plus-values attendues lors de leur revente. Le contexte de mise en œuvre de ces modèles est ainsi marqué par la focalisation sur leur liquidité. La marchandisation constitue une caractéristique importante de la financiarisation [Godechot, 2015] à travers la manière dont elle influence structurellement les objectifs d'investissement et dont, plus largement, elle articule une recherche de rentabilité élevée avec un report des risques au sein de la sphère financière, mais également sur la sphère productive [Reinhart et Rogoff, 2009].

Au regard des recherches sur le rôle de la théorie financière, de ses modèles et des dispositifs financiers afférents, particulièrement documentés et dynamiques par les analyses et les controverses sur la performativité qu'elles suscitent – comme en témoignent les différentes contributions de l'ouvrage édité par MacKenzie *et al.* [2007] –, les réflexions suivantes s'insèrent dans les perspectives développées par Ambroise [2015] et Ertuk *et al.* [2013]. Ces auteurs insistent en effet sur la construction sociale de la normativité qui légitime les dispositifs financiers. Ceux-ci seront ainsi étudiés, en reprenant la structuration des vecteurs institutionnels de Scott [2014], à travers l'étude des systèmes symboliques qui les sous-tendent, des systèmes relationnels dans lesquels ils s'insèrent – représentatifs des luttes de pouvoir, des relations d'autorité et de la division du travail [Montagne et Ortiz, 2013] –, ainsi que des artefacts qu'ils modèlent ou par lesquels ils sont modelés. Ces éléments de structuration seront étudiés en relation avec l'influence et les transformations qui en résultent sur les entreprises.

Afin d'affiner l'analyse et de montrer comment, mobilisés dans les mêmes perspectives de recherche de liquidité, les outils de valorisation s'adaptent aux contextes institutionnels et organisationnels de leur déploiement, cet article s'appuie méthodologiquement sur l'investigation de deux contextes empiriques différents d'analyse financière de la valeur marchande des entreprises. Une première enquête de terrain a focalisé sur la valorisation, par les analystes financiers salariés d'entreprise de courtage, d'entreprises cotées sur les marchés financiers. Puis, une seconde enquête de terrain s'est centrée sur la valorisation, par les gérants-analystes de fonds de capital-investissement (*private equity*), d'entreprises non cotées. Dans ce deuxième contexte, les investisseurs arguent du risque inhérent au moindre degré de liquidité des entreprises valorisées pour justifier l'obtention de taux de rentabilité plus élevés, ce qui produit, ainsi que nous le verrons, un effet structurant.

La première enquête de terrain rassemble l'analyse d'une cinquantaine d'entretiens semi-directifs auprès d'analystes financiers, mais également de gérants de portefeuille, de responsables de la communication financière des groupes cotés, ainsi que l'étude de documents de valorisation réalisés par les analystes. La seconde se fonde sur l'analyse d'une trentaine d'entretiens semi-directifs auprès de syndicalistes et de représentants du personnel, de gestionnaires de fonds de capital-investissement

² Au sens où il est possible d'associer aux événements des probabilités. Le risque, contrairement à l'incertitude est donc mesurable.

et de dirigeants d'entreprises acquises par ces derniers, sur l'étude des documents juridiques et financiers des montages opérés, ainsi que sur l'observation non participante à des réunions entre comités d'entreprise et directions. La grille d'analyse du corpus issu de ces deux terrains s'est progressivement construite dans un effort de compréhension de la façon dont, au fil de la pratique des évaluateurs et des évalués, le modèle financier de valorisation conduisait à influencer le futur effectif de ces entreprises, avec, pour marqueurs temporels de cette influence, les rapports de force inhérents au partage de la valeur et au report des risques.

Dans le point 2, cet article s'attache à montrer comment la validation des modèles canoniques de prévisions financières au regard de la volatilité des cours boursiers conduit à « une descente vers le marché » institutionnalisée de la part des analystes financiers. Ce cadrage institutionnel sera étudié en montrant comment le futur des entreprises cotées se trouve arrimé à cet horizon temporel court-termiste dans une logique de perpétuelle renégociation. Le point 3 de l'article approfondit ce phénomène d'arrimage du futur des entreprises à celui envisagé par les analystes-investisseurs en montrant comment un moindre degré de liquidité conduit à déplacer le centre de gravité des relations investisseurs-entreprises de l'intermédiation financière à l'entreprise elle-même, à renforcer les exigences de rentabilité et à durcir les dispositifs de construction de la liquidité mis en œuvre.

2. Un futur de l'entreprise singulièrement réduit à l'horizon de la volatilité des cours boursiers

2.1. La valeur fondamentale ou la légitimation de l'analyse financière

Selon la théorie d'efficience informationnelle des marchés financiers [Fama, 1965], le cours des actions des entreprises reflète l'estimation la plus fiable de leur valeur intrinsèque ou fondamentale. Cette valeur objective – mais jamais observable – est définie à partir d'informations provenant de l'économie réelle, et donc exogènes du marché. Cette définition de l'efficience s'établit en relation avec une conception de l'incorporation de l'information par les marchés financiers et des déterminants de la valeur d'une entreprise à propos desquels il existerait un consensus. L'affinement de cette théorie [Fama, 1970 ; Grossman et Stiglitz, 1980] conduit à introduire la nécessité pour les investisseurs de s'informer, justifiant par là même le rôle dévolu aux analystes financiers. Ces derniers sont censés faire la part entre « le bruit » et les informations ayant un réel impact sur le cours boursier. Rutterford [2004] rappelle à ce titre que le concept de « valeur intrinsèque » ou *fair value*, appliqué aux titres financiers apparaît pour la première fois lors de la *South Sea Bubble*³ et sera régulièrement repris durant les périodes de forte spéculation.

³ Vaste spéculation opérée en 1720 sur les titres de la société anglaise *South Sea*, détenant le monopole des échanges maritimes entre l'Amérique du Sud et l'Espagne.

Légitimés en tant qu'interlocuteurs privilégiés de la communication financière des entreprises cotées, les analystes financiers, intervenant sur le marché secondaire des actions, ont ainsi pour rôle de diffuser à l'ensemble de la communauté financière leur valorisation sous la forme d'un cours cible. En digérant un corpus important d'informations économiques et en les transformant en recommandations d'achat ou de vente, ils opèrent la transformation d'un « capital intellectuel » en « capital économique » contribuant à « crédibiliser la relation entre ceux qui ont besoin de capitaux et ceux qui les détiennent » [Fogarty et Rogers, 2005, p. 341].

La légitimité professionnelle des analystes financiers – dits fondamentaux – leur permet de se distinguer des journalistes financiers, aux méthodes résolument empiriques, mais également des analystes financiers dits « chartistes »⁴. Ces derniers considèrent en effet qu'il est possible, en étudiant une série de prix d'actifs financiers, de déceler des informations sur leurs modalités de formation. Ils fondent ainsi leurs prévisions d'évolution des cours boursiers sur la base d'informations endogènes au marché.

Les modèles d'évaluation utilisés par les analystes financiers « fondamentaux » ont évolué dans le temps. La conceptualisation de la valeur fondamentale émerge des travaux de Williams [1938]. Ces derniers appliquent à la gestion financière les théories de Fischer, selon lesquelles « la valeur d'un titre est déterminée par l'actualisation des revenus anticipés revenant aux investisseurs » [1930, p. 13], point d'aboutissement d'un long processus historique de réflexion initié au ^{xvi}^e siècle [Parker, 1969 ; Doganova, 2014]. Les travaux de Modigliani et Miller [1961] contribuent à démontrer la pertinence de la mesure des revenus futurs par les flux de trésorerie dégagés plutôt que par les dividendes. Le modèle de référence, fort de sa capacité à pénétrer le fonctionnement économique de l'entreprise, est pérennisé sous le terme de *Discounted-Cash-Flows* (D.C.F.), somme actualisée, théoriquement à l'infini, des flux de trésorerie futurs dégagés par l'entreprise du fait de son activité, nets des investissements de remplacement. Sa mise en œuvre opérationnelle⁵ repose en fait sur la capacité à détailler, sur une première période, en général de cinq ans, les prévisions annuelles de chiffre d'affaires, d'évolution des différentes catégories de coût, de dégagement des marges et des investissements de remplacement à réaliser. Ce modèle considère en effet que l'engagement d'investissements stratégiques est une décision qui relève des actionnaires-investisseurs au regard du taux de rentabilité qu'ils attendent de leur investissement financier dans l'entreprise. Aux flux de trésorerie nets actualisés obtenus pour ces cinq premières années s'ajoute une valeur terminale, souvent calculée à partir d'une projection, à l'infini, du dernier flux de la période précédente, agrémenté éventuellement d'un taux de croissance. L'attention doit donc être plus particulièrement portée sur les premières années, et ce d'autant que le fait d'actualiser introduit une préférence pour le présent.

⁴ Cf. le lexique de la communication financière réalisé en 2004 (puis actualisé en 2010) par les organismes professionnels la Société française des analystes financiers (SFAF) et le Cercle de liaison des informateurs financiers en France (CLIFF).

⁵ Référence dans les ouvrages de praticiens comme celui de Copelan (T.), Koller (T.), Murrin (J.), *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New York, 1^{re} édition, 1990, ou celui de Brealey (R.), Myers (S.) *Principles of Corporate Finance*, 1^{re} édition, McGraw Hill, New York, 1981.

Ce modèle se diffuse et prend progressivement le pas, entre les années 1960 et 1980 selon les auteurs, sur les évaluations comptables fondées sur le passé [Parker, 1969] ainsi que sur le recours à la méthode des comparables [Barker, 1999 ; Rutterford, 2004]. Cette dernière évalue l'entreprise en fonction d'un indicateur comptable auquel est adossé un multiple déterminé en fonction de données historiques ou sectorielles. Moins renommée théoriquement, elle assure cependant un « re-bouclage » plus aisé avec le cours boursier.

Cette facilité de comparaison, entre le cours cible issu de la valorisation et le cours effectif, est en effet susceptible d'induire une certaine fragilité, voire une vulnérabilité pour la profession d'analyste [Abbott, 1988] pour laquelle, de manière peut-être pas tant théorique que pragmatique, « le marché a toujours raison ». À ce titre, la méthode des comparables apparaît plus sécurisante que la méthode des D.C.F. Bien que nécessitant la mise en œuvre d'une réflexion économique et financière structurée, cette dernière présente, en effet, une forte sensibilité aux hypothèses, laissant entrevoir l'existence d'institutions permettant d'aboutir à un cours cible comparable, en ordre de grandeur, au cours avéré.

Les développements suivants vont donc analyser la manière dont la méthode d'évaluation canonique (D.C.F.) est mise en œuvre, de façon intrinsèquement articulée au contexte institutionnel des analystes financiers, en interrogeant la façon dont se prescrit, se construit et se juge le futur des entreprises cotées. Le jugement des analystes⁶ s'insère en effet dans des systèmes relationnels, articulant les entreprises cotées, les sociétés de courtage (*brokers*) – dans lesquelles travaillent ces analystes (appelés *sell-side*⁷) – et les sociétés de gestion qu'elles conseillent dans leurs placements (et qui ont leurs analystes *buy-side*). Ce jugement mobilise des dispositifs symboliques, comme la catégorisation des entreprises qui oriente l'analyse de leurs performances et des artefacts, comme le consensus des analystes que les entreprises pilotent à très court terme ainsi que vont l'explicitier les développements ci-après.

2.2. Les dispositifs financiers institutionnalisés d'arrimage au marché financier

Si l'analyse financière est pratiquée en France depuis le XIX^e siècle par des statisticiens, des « ingénieurs conseil » ou des économistes [Flandreau, 2003 ; Dejardins, 2003], le métier d'analyste financier est beaucoup plus récent. Jusqu'à la fin des années 1980, les analystes étaient essentiellement employés dans les banques⁸, où la partition organisationnelle entre les différentes activités d'analyse – analyse de crédits ou de titres *versus* marché primaire ou marché secondaire – n'était que rarement effective. Ce métier était, à cette période, largement considéré comme secondaire et s'exerçait indépendamment de l'activité – à l'époque très restreinte – des marchés financiers [Kirchhof-Masseron, 2007].

⁶ N'ont été retenues dans l'article que les recherches sur les analystes en relation avec les orientations théoriques de celui-ci. L'annexe 1 propose une catégorisation des autres recherches portant sur la formation du jugement des analystes financiers selon leur appréhension du futur.

⁷ Les développements suivants préciseront les différentes catégories d'analystes financiers en justifiant le choix porté sur les analystes *sell-side*.

⁸ Il existait également quelques bureaux d'analystes indépendants réputés.

Des changements organisationnels profonds s'opèrent dans le cadre de la dérégulation des années 1980 – notamment avec la loi Balladur du 22 janvier 1988 qui décrète la fin du monopole des agents de change –, et se concrétisent véritablement dans la perspective de la constitution de la zone euro, avec la loi de Modernisation des activités financières du 2 juillet 1996⁹. Moteurs ou simples vecteurs de changement, ces évolutions législatives s'opèrent dans un contexte de montée en puissance des investisseurs institutionnels, de diffusion des modes de gestion venus d'outre-Atlantique ainsi que d'informatisation et d'innovations financières [Kleiner, 2003]. Les banques d'investissement enclenchent une structuration progressive de l'intermédiation financière en organisant notamment le marché secondaire des actions. Des structures juridiques ad hoc – les sociétés de courtage (ou *brokers*) et leurs clients, les sociétés de gestion de portefeuille – sont créées, transposant, notamment pour celles travaillant sur les grandes capitalisations, les modalités de gestion de portefeuilles anglo-saxons, dites *benchmarkées* [Kleiner, 2003]. Ce modèle de gestion, appliquant les principes de diversification et de gestion du risque des théories financières orthodoxes, conduit les gérants à structurer leur portefeuille en fonction d'un indice boursier, décomposé en secteurs d'activité. Celui-ci est censé représenter le marché financier (constituant le meilleur portefeuille de titres possible) et sert de référence pour l'évaluation des performances des gérants. Ces derniers peuvent espérer être sporadiquement plus performants que le marché, en modifiant à la marge la structure par activités de leurs portefeuilles de titres selon les indicateurs économiques du moment, et en privilégiant certains titres, évalués en relatif au sein de chacun des secteurs.

Dans les sociétés de gestion de portefeuille, une division du travail s'instaure ainsi entre les économistes – chargés de la prévision des grandes variables macroéconomiques –, les stratégestes – chargés de l'allocation d'actifs par secteur d'activité –, les analystes dits *buy-side* – chargés de l'étude des titres au sein d'un ou plusieurs secteurs – et les gérants. Cette division du travail s'opère également chez les sociétés de courtage, de manière isomorphique [DiMaggio et Powell, 1983], du fait des systèmes relationnels mis en œuvre entre les économistes, les stratégestes, les analystes *sell-side* et les vendeurs.

Notre enquête permet de comprendre les nouvelles structurations des relations qui apparaissent, tant au niveau inter-organisationnel qu'intra-organisationnel. Au sein de la société de courtage, les analystes *sell-side* doivent ainsi se coordonner avec les vendeurs et articuler leur point de vue « fondamental » avec « la vision du marché ». Chaque matin, au *morning meeting*, l'analyste doit présenter aux vendeurs les évolutions principales des titres des sociétés qu'il couvre. « Cette descente vers le marché » se traduit aussi, pour l'analyste *sell-side*, par le développement de relations commerciales, le mettant en prise directe avec les sociétés de gestion, clientes des sociétés de courtage. À ce titre, ils deviennent les interlocuteurs privilégiés des analystes *buy-side*¹⁰, salariés des sociétés de gestion et dont le travail consiste essentiellement

⁹ Transposition de la directive européenne du 10 mai 1993 relative aux services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières.

¹⁰ Contrairement aux analystes *sell-side*, les analystes *buy-side* ne communiquent jamais publiquement leurs évaluations et leurs objectifs de recommandation. Ils travaillent exclusivement pour les gérants des sociétés de gestion dont ils sont salariés. Ils ont plutôt comme fonction de synthétiser les évaluations des différents analystes *sell-side* avec lesquels ils sont en relation et sont, de fait, beaucoup moins spécialisés. Ils ont donc des relations

à synthétiser les travaux des analystes *sell-side* pour les gérants. Le temps consacré par les analystes *sell-side* à l'analyse proprement dite diminue, en contrepartie d'une augmentation des temps dédiés à leur restitution.

Ce processus conduit à une interconnexion de deux univers vécus antérieurement comme distincts : celui des analystes *sell-side*, salariés des entreprises de courtage, mais traditionnellement à l'écoute des directions d'entreprise dans une perspective de valorisation « fondamentale » déconnectée du marché, et celui des vendeurs des sociétés de courtage et des gérants (et de leurs analystes *buy-side*) des sociétés de gestion, plus à l'écoute des fluctuations du marché. Présentée institutionnellement comme un moyen de renforcer le contenu fondamental des cours boursiers, cette intensification des relations avec ces interlocuteurs est vécue par les analystes financiers de manière beaucoup plus ambiguë. Ces changements se traduisent par une attention plus soutenue aux retours des clients (en direct ou via les vendeurs) et plus globalement aux mouvements du marché. Une analyste *sell-side* compare ainsi le travail réalisé auparavant dans un bureau d'analyste indépendant, disparu depuis, avec celui qu'elle effectue dans le cadre d'une grande société de courtage, filiale d'une banque d'investissement :

« J'ai commencé chez D. c'était super, c'était plus un travail sur l'argumentaire. Il n'y avait pas de contact avec la clientèle ou le marché. C'était l'analyse en autarcie ; ça m'a appris à relativiser par rapport à ce que fait le marché. S'il y a une baisse de 20 % [des cours boursiers], je ne le savais pas, donc cela ne me cassait pas la journée. Ici depuis un mois, mes collègues sont toute la journée devant le truc [l'écran affichant l'évolution des cours boursiers]. »

La diffusion des principes de gestion *benchmarkée* s'opère également par l'intermédiaire de systèmes symboliques référents, tels que les indices boursiers, qui classent les entreprises par secteurs. Fondamentaux pour la sélection et la catégorisation des sociétés couvertes, ils permettent à l'analyste d'opérer un « repérage de frontières », des classifications et donc des possibilités d'analogies « socialement valides » [Douglas, 2004]. L'appartenance sectorielle détermine les indicateurs ou *drivers* (consommation des ménages, hausse du dollar, etc.), permettant de cerner et d'anticiper rapidement les événements qui, financièrement, vont affecter la société. La performance de l'entreprise est évaluée à l'aune d'un comportement jugé caractéristique de sa classe d'appartenance et en relatif, au regard des autres sociétés composant cette dernière [Zuckerman, 1999 ; Beunza et Garud, 2007]. Un analyste financier spécialisé dans le secteur pétrolier explique l'importance de cette catégorisation dans la manière d'interpréter l'augmentation importante du cours boursier d'un groupe.

« Moi, par exemple, j'en suis une [de valeur] qui, parfois, est suivie par des analystes métaux, parce que parfois cela ressemble à la sidérurgie, mais l'essentiel des ventes se fait en pétrole. [...] Ceux qui la comparent au secteur des métaux n'auront pas la même vision que ceux qui la comparent au secteur des pétroles. »

beaucoup plus ténues avec les entreprises cotées. Cet article porte pratiquement exclusivement sur les analystes sell-side, et la mention d'« analyste » dans les développements suivants renvoie à ces derniers.

Ce groupe, fabricant de tubes en acier, avait récemment modifié sa stratégie en recentrant son activité sur les tubes destinés au transport du pétrole et en cédant les activités dédiées au marché de l'automobile, moins valorisées financièrement, mais lui permettant de disposer d'un portefeuille d'activités plus équilibré vis-à-vis de la conjoncture. Comme le souligne le « responsable investisseurs » en charge de la communication financière de ce groupe, l'évolution de son cours boursier peut être considérée, selon la catégorisation de cette entreprise, comme une envolée spéculative (dans le cas d'une entreprise sidérurgiste) ou comme un début de rattrapage d'un cours sous-valorisé (dans le cas d'une entreprise pétrolière) :

« En fait, il y a deux manières de voir les choses : ceux qui disent que cela ne va pas continuer comme ça et ceux qui considèrent que l'on est sous-valorisé de 20 % à 30 % si on nous compare à "Z" dans le secteur du pétrole. »

L'appartenance sectorielle conduit à une modélisation de la performance de l'entreprise, censée évoluer selon un ou deux indicateurs référents (appelés *drivers*) qui permettent de cerner et d'anticiper les événements susceptibles d'affecter financièrement la société. Le modèle de valorisation D.C.F. est alors utilisé pour son caractère procédural. Les possibilités de construction et d'actualisation des scénarii sur tableurs apportent une capacité de réactivité aux analystes dans l'adaptation de leur valorisation face aux demandes issues des vendeurs, comme l'explique un jeune analyste d'une grande société de courtage :

« Tu sais, les brokers [c'est-à-dire, dans ce cas, les vendeurs], en salle de marché, ils veulent "tap, tap", l'impact sur la valo [...]. Avec un modèle, tu vas pouvoir changer tes entrants, le nombre d'abonnés, la hausse de l'abonnement, tu le vois tout de suite. »

La performance de l'entreprise est, par ailleurs, jugée à très court terme au regard d'un indicateur clé de performance, point central de focalisation, dépendant (i) du secteur d'appartenance de l'entreprise, (ii) de la manière dont la société va orienter sa communication financière, et tenant compte également (iii) de la contrainte que représente le cours boursier. Un analyste référent dans son domaine explique ainsi :

« Il y a comme cela un ou deux chiffres magiques pour chaque société [...] cristallisant un objectif du management ou le souci du marché. C'est "le" chiffre. [...] Si moi, j'arrive le matin en disant : "P. vous a parlé de la marge, moi je vous parle d'autre chose", ils vont m'écouter, mais si je leur dis : "c'est super", sur l'indicateur que j'ai choisi et que le cours s'effondre... »

Le « consensus des analystes financiers » symbolise peut-être le plus ce rattachement de l'analyste à l'approche court-termiste du marché financier. Développé par les sociétés d'information financière qui centralisent immédiatement les prévisions des analystes financiers sur une entreprise donnée et les affichent analyste par analyste, le consensus produit une représentation en soi. Présentant des caractéristiques objectivées il induit en retour une modification des comportements [Norman, 1993]. Par la sélection des informations retenues, cet outil oriente les regards sur les

recommandations et un nombre réduit d'indicateurs chiffrés, comme le résultat par action. Rendant ces informations commensurables, il structure les pratiques, rendant également commensurables les analystes entre eux [Espeland et Stevens, 1998].

Le consensus est appréhendé par les analystes financiers sous différents aspects. Il apparaît comme un outil d'information et d'anticipation des « attentes du marché », apportant des repères sur les hypothèses et les informations retenues par les autres analystes et plus globalement sur les sentiments d'optimisme ou de pessimisme dans les périodes clés de publication des comptes. Il constitue une référence, dans le sens où l'analyste doit savoir se situer et appréhender le raisonnement de ses confrères, et ce quel que soit le statut de l'analyste dans la communauté, débutant ou analyste « star ».

« Le consensus, oui, je le checke. Je pense que c'est c..., mais je ne peux pas me permettre le luxe, je ne peux pas snober le consensus. J'ai besoin de savoir si je suis au-dessus, au-dessous, de combien et pourquoi », explique un analyste particulièrement réputé.

Les premières questions des vendeurs ont trait en effet au positionnement de l'analyste vis-à-vis du consensus, puisque les clients analysent automatiquement le positionnement de l'analyste en relatif. En fonction de la distance au consensus, l'argumentaire aura en effet besoin d'être plus ou moins développé. Le consensus s'impose enfin comme norme, dans le sens où la prise de distance vis-à-vis du consensus peut être valorisée, à condition de ne pas se tromper. Les analystes reconnus [ou *market movers*] sont ceux qui réussissent à anticiper le consensus, autrement dit à l'entraîner.

Porteuse de la représentation du futur de l'entreprise telle qu'appréhendée par les analystes financiers, la réification du consensus est patente via les pratiques de « pilotage » initiées par les directions d'entreprise, de manière franche ou plus subtile. Des indications sur les hypothèses des modèles de valorisation (D.C.F.) sont données par les directions d'entreprise à certains analystes financiers au cours d'un horizon temporel très restreint. Le pilotage devient généralement de plus en plus actif au fur et à mesure que l'on avance vers la publication des comptes. Le futur est ainsi circonscrit au très court terme :

« On a des hypothèses de croissance, de conversion de résultat en cash, de sous-activité de la marge, de risques spécifiques, de taux d'impôt selon les activités. [...] Ce sont des estimations, mais je sais qu'il y a une cohérence globale, que les ordres de grandeur ne sont pas débiles. Je l'envoie et ils [la direction de l'entreprise cotée] me disent : "Tu n'es pas très loin" », explique un des analystes financiers bénéficiant d'un contact régulier avec la direction d'une des entreprises qu'il couvre.

Ce verbatim met en évidence la manière dont, autour des hypothèses du D.C.F., les directions d'entreprise tissent les liens étroits avec certains analystes financiers, susceptibles de faire évoluer, à leur suite, les autres analystes.

Si le consensus tend à s'imposer, il ne se révèle être cependant qu'une première source d'information sur les modes de raisonnement des autres acteurs. Un accès

complémentaire aux échanges et aux conversations s'avère incontournable pour acquérir la nécessaire adaptation à la volatilité des cours.

2.3. Une nécessaire adaptation à la volatilité des cours boursiers

Les analystes financiers de notre échantillon ont exprimé leur perception d'une nécessité accrue de prendre en compte la volatilité, dont la montée en puissance est régulièrement associée aux évolutions de l'intermédiation financière des années 1990. La prise en compte de cette volatilité se traduit par des transformations institutionnelles et structurales au sein de l'écosystème de l'analyse financière de marché, conduisant notamment à une augmentation de la fréquence de publications des entreprises ainsi qu'à des stratégies de réseautage des analystes-investisseurs.

L'analyste essaie de s'adapter à la volatilité « en amont », en analysant les modalités d'intégration des informations par le marché en termes d'interprétation et de timing. Il peut en effet être confronté à des divergences d'interprétation ayant pour origine des comportements spécifiques au monde financier. Les événements y prennent un sens particulier, différent de celui accordé dans « l'économie réelle ». L'exemple le plus emblématiquement cité est celui de l'interprétation d'une faillite comme un signal d'achat. Il est également important, pour l'analyste, de savoir si le marché a déjà intégré l'information, et dans le cas contraire, quel sera l'élément – ou le « catalyste » – qui donnera lieu à une prise de conscience officialisée de l'information et déclenchera l'évolution du cours. Une analyste sectorielle chevronnée insiste :

« Un très beau résultat peut être parfaitement anticipé par le marché et ne rien apporter à la réussite boursière de la société. Donc, si l'analyste considère que trouver le bon BPA [bénéfice par action], c'est son métier, il sera systématiquement à contresens. »

Par ailleurs, selon la conjoncture, le marché valorise, sur des horizons ciblés, certains thèmes – comme les offres publiques d'achat ou les dividendes versés – qui peuvent disqualifier certaines valeurs. Un analyste qualifié de « star » sur le secteur automobile donne ainsi l'exemple d'un groupe, intéressant selon lui à détenir dans un portefeuille de titres à long terme, mais qu'il ne peut recommander à ce jour à l'achat, en raison des focalisations sur l'évolution du cours du dollar :

« Vous aimez bien W. Ça génère du cash, superbe marque, très contracyclique. Ça vend un tiers de son business aux États-Unis. Si on pense que le dollar va se détériorer, pousser W. [c'est-à-dire le recommander à l'achat], ça va être violent. Fondamentalement les gens vont dire "il a raison". Mais vous ne gagnerez aucun rond. »

L'adaptation à la volatilité des cours s'opère également en « aval » lorsque, confronté à un écart trop important entre son cours cible et l'évolution du cours boursier, l'analyste s'interroge sur les origines de cet écart, les raisons de sa persistance, et le moment opportun où il faudra considérer que « le marché a raison », dimension normative maintes fois soulignée. En la matière, la politique de la société de courtage a une forte influence, comme le souligne un analyste sectoriel très réputé :

« Je peux avoir un cours cible très différent [du cours boursier constaté], mais si ça ne marche pas, au bout d'un moment on vient me dire "t'es gentil mais ce n'est pas sérieux, il faut que tu t'adaptes". [...] Il y a un degré de souffrance à l'erreur qui est différent selon les maisons. Il y a des maisons où on va vous le permettre 6 mois, 12 mois. D'autres où on dira "il s'est planté, mais il est bon sur autre chose". D'autres où on mettra tout sur le tapis. »

D'une analyse pluriannuelle, l'analyste en vient à décortiquer les bruits à très court terme. L'horizon temporel très court nécessite un accès en continu au marché, jugé indispensable pour saisir des interprétations conjoncturelles. L'encastrement structural, au sens de Granovetter, transparaît alors : la connaissance « du marché », recherchée tant par les analystes financiers que par les gérants, s'intensifie avec la capacité à entrer en communication avec les personnes susceptibles d'être à la connexion d'un nombre important de relations différentes, notamment avec des acteurs référents. Le gérant d'une grande société de gestion explique l'importance que revêt pour l'analyste le positionnement au sein du réseau, élément crucial de réussite, faisant de lui un acteur incontournable, tant pour les investisseurs que pour les directions d'entreprises :

« Il faut qu'il [l'analyste] ait la confiance des sociétés, des investisseurs. Il aura d'autant plus la confiance des investisseurs qu'il aura la confiance des sociétés, qu'il pourra les côtoyer, en emmener en road-show pour mieux les connaître. Et il aura d'autant plus la confiance des sociétés qu'il connaît bien les investisseurs et qu'il pourra les guider, les aider dans leur communication, leur donner des conseils, des suggestions... Savoir ce qui plaît au marché, c'est l'obsession permanente de toutes les sociétés cotées. »

Comme l'analyse Ortiz [2013 p. 126], l'activité de l'analyste financier se déploie au sein d'une intermédiation financière structurée « autour de réseaux commerciaux avec des barrières à l'entrée élevées ». La proposition faite à un analyste par les directions d'entreprises d'organiser le *road-show* qui leur permettra de rencontrer en tête à tête les gérants de fonds constitue en effet pour celui-ci le meilleur moyen de saisir le sentiment du marché [Chambost, 2017].

Cette partie a analysé le contexte de mise en œuvre des processus d'évaluation et de valorisation des entreprises cotées – présentant donc un fort degré de liquidité – par les analystes financiers, en soulignant l'inscription au cœur de l'intermédiation financière de ce processus ainsi que les dynamiques institutionnelles qui conduisent à articuler la valorisation à l'évolution à court terme des cours boursiers (cf. tableau 1). Le risque de volatilité des cours est ainsi distribué entre le marché et les entreprises, inscrivant ces dernières dans un processus financier perpétuel de renégociation de leur futur (cf. tableau 2). À ce titre, la pénétration des logiques de création de valeur actionnariale est susceptible de varier, notamment en fonction de l'aptitude des entreprises à configurer leur communication financière et de la force des dispositifs de rémunération des équipes dirigeantes [Van der Zwan, 2014]. La partie suivante étudie en quoi une liquidité plus réduite de l'entreprise modifie et conduit à intensifier l'emprise financière sur le futur de l'entreprise.

Tableau 1. L'évaluation boursière des entreprises cotées
Les caractéristiques du contexte d'évaluation

Critères d'analyse	Caractéristiques du contexte d'évaluation
Degré de liquidité du titre, évalué du point de vue de l'investisseur	Forte liquidité
Analystes	Analystes « sell-side »
Dispositifs de circulation entre entreprises et investisseurs	<p>La communication financière publique de l'entreprise lors de la publication semestrielle des résultats, complétée pour les analystes référents par des échanges non publics, notamment via l'organisation de réunions (<i>road-shows</i>) entre dirigeants et investisseurs.</p>
Centre de gravité du processus de valorisation	<p>L'intermédiation financière isomorphe du champ organisationnel de la gestion et du courtage et la construction des relationnels entre les analystes <i>sell-side/buy-side</i>, ainsi qu'entre l'analyste financier <i>sell-side</i> et le vendeur.</p> <p>Les dispositifs symboliques : la catégorisation indiciaire, la classification sectorielle et la construction des comparables, les indicateurs clés de mesure, le timing boursier.</p> <p>Artefacts cognitifs : le consensus des analystes financiers, pouvant être piloté par les entreprises.</p>
Dynamique induite de l'analyste au cours du processus d'analyse	<p>Le processus de « descente vers le marché » (court-termiste et volatil) conduisant l'analyste à s'éloigner de la logique fondamentale.</p>
Dispositifs d'association de la gouvernance de l'entreprise au processus de valorisation	<p>Les dispositifs de rémunération : la construction de rémunérations variables des dirigeants arrimées à la performance boursière.</p>

Tableau 2. Évaluation boursière des entreprises cotées
Conséquences sur leur inscription dans le futur des entreprises

Critères	Conséquences de l'évaluation sur le futur des entreprises
Horizon temporel	La publication des résultats (semestrielle)
Risques identifiés et modalités de report vers l'entreprise	Le risque de volatilité distribué entre l'entreprise et le marché. Les entreprises sont incitées à donner des signaux à court terme, mais le marché financier absorbe néanmoins une partie de ce risque.
Degré de normativité	La pression des verdicts boursiers , mais lors de la confrontation des prévisions et des réalisés la « renégociation » de l'évaluation demeure toujours possible.
Stratégie de l'entreprise induite par le processus de valorisation	La stratégie de communication financière semestrielle formatée par la catégorisation indicielle et la classification sectorielle. Des incitations sur le long terme à une restructuration effective conforme au principe de « recentrage sur le cœur de métier ».
Pilotage de l'entreprise et variation du degré de normativité	À travers les indicateurs de mesure, plus ou moins axés autour de la création de valeur actionnariale, selon la catégorisation dans laquelle l'entreprise souhaite s'inscrire. La manière dont l'entreprise construit sa catégorisation boursière, notamment via sa communication financière, revêt une grande importance.

3. Un futur de l'entreprise scellé financièrement à moyen terme

Lors de l'acquisition d'une entreprise non cotée sur les marchés financiers – ou dans l'optique de la sortir de la cotation –, la relation entre le gérant de fonds et le(s) dirigeant(s) de l'entreprise se noue également autour d'une évaluation réalisée à partir des modèles de prévisions de flux nets de trésorerie (D.C.F.). Lorsque les relations s'établissent via les marchés financiers, la dimension pluriannuelle de ces derniers est remplacée par une focalisation sur le très court terme. Dans le « hors marché » (*private equity*), le moindre degré de liquidité de l'entreprise conduit les analystes-investisseurs à renforcer leurs exigences de rentabilité et à investir le fonctionnement même de l'entreprise afin que les prévisions, réalisées lors de l'acquisition de

l'entreprise, se concrétisent lors de la revente de cette dernière plusieurs années plus tard.

3.1. Les fonds de capital-investissement : une légitimité assise sur le taux de retour sur investisse- ment à moyen terme

L'intermédiation financière du « hors marché » a tenté, sans succès, de se développer dans les années cinquante aux États-Unis sur la base de prises de participations directes dans des entreprises innovantes [Fenn *et al.*, 1995]. C'est en fait le recours, au début des années 1970, à des montages financiers mobilisant un endettement important – via la technique du *Leveraged Buy Out* – qui permet d'en assoier le développement ; les trois banquiers d'affaires qui en sont à l'origine, Kohlberg, Kravis et Roberts (KKR), constituant, à ce jour, l'un des premiers grands groupes de *private equity* [Geuens, 2011]. Cette gestion fonctionne sur les principes suivants. Le gestionnaire de fonds – apporteur de compétences – et les investisseurs institutionnels – apporteurs de capitaux – créent un fonds de capital-investissement d'une durée de dix ans. Pendant les cinq premières années, le gérant lève et place les capitaux au fur et à mesure des opportunités d'acquisitions d'entreprises, acquisitions largement financées par un endettement supporté par les entreprises elles-mêmes. Au cours des cinq années suivantes, le gérant revend les entreprises acquises et rétrocède les capitaux additionnés des plus-values dégagées.

Cette forme de gestion financière bénéficie à partir de la fin des années 1970 de modifications législatives majeures. En 1979, le *Department of Labor* permet aux fonds de pension américains d'y investir leurs capitaux au regard de la diversification des investissements, prônée par les théories de l'efficacité [Montagne, 2006] et, à partir des années 1980, le gouvernement américain favorise cette gestion par des mesures fiscales et monétaires [Cheffins et Armour, 2008].

À partir de 1989, elle bénéficie du soutien académique de Jensen, l'un des pères de la théorie de l'agence. Tout en restant convaincu de l'efficacité des marchés financiers, ce dernier prône, dans un célèbre écrit normatif, *The Eclipse of the Public Corporation*, un engagement plus actif des actionnaires, et expose en quoi le financement de l'acquisition d'une entreprise par un endettement porté par cette dernière peut agir comme un outil disciplinaire à l'encontre des dirigeants d'entreprise [Jensen, 1989]. Les flux de trésorerie nets susceptibles d'être dégagés dans le futur par l'entreprise sont orientés – *a priori* – vers le remboursement de la dette et non engagés dans des projets non rentables pour les actionnaires. Grâce au contrôle opéré par l'intermédiaire des montages financiers mis en œuvre, ce type de gestion serait ainsi susceptible d'offrir aux investisseurs (fonds de pension, société d'assurance...) des performances financières supérieures à celles provenant de la détention d'entreprise cotées, considérées par ces derniers comme moins risquées, puisque plus liquides. Ce point est notamment discuté par Froud *et al.* [2008], selon lesquels cette performance ne proviendrait pas tant de la qualité du contrôle exercé par les gestionnaires de fonds sur le fonctionnement de l'entreprise que des montages financiers et fiscaux mis en œuvre.

La gestion financière « hors marché » se développe en France à l'occasion de la mutation du capitalisme décrite par Morin [1998]. L'orientation vers une « économie de marché financier » laisse en effet pour compte – après l'éclatement de la bulle internet – les petites et moyennes entreprises et incite les grands groupes cotés à céder leurs activités considérées comme en dehors de leur cœur de métier. Par ailleurs, ce type de gestion offre la possibilité aux établissements financiers, en cette période du début des années 2000, d'octroyer des prêts pour des montants importants, à des taux élevés, mais « sécurisés » par les montages mis en œuvre. D'après les chiffres des organisations professionnelles française et européenne, qui en conservent le monopole de l'élaboration, la France représente le deuxième pays d'investissement en Europe, derrière le Royaume-Uni [Bédu et Montalban, 2009].

Les développements suivants vont montrer comment le modèle utilisé pour l'évaluation de l'entreprise lors de son acquisition influence le futur de l'entreprise, tant dans une recherche de rentabilité que de transfert des risques. Lors de l'acquisition, l'attention est en effet centrée sur la détermination du taux de retour sur investissement et l'anticipation de la valeur potentielle de revente à l'issue de la période de détention de cinq ans. La déclinaison trimestrielle des flux de trésorerie à dégager qui en résulte constitue la future feuille de route de l'entreprise, indispensable à l'atteinte de la valeur de revente, compte tenu des contraintes de remboursement de l'endettement souscrit.

3.2. Le verrouillage de la future liquidité de l'entreprise par les dispositifs juridiques et financiers

La valeur de revente de l'entreprise cible est un objectif présent dès son acquisition par un fonds de *private equity*. Elle est communément définie, à l'instar de celle de son acquisition, comme la combinaison d'un multiple, déterminé en fonction de critères économiques et d'un indicateur de représentatif des flux de trésorerie économiques dégagés par l'entreprise (EBITDA)¹¹. Le gérant du fonds et le [futur] dirigeant, tous deux futurs actionnaires, déterminent le montant prévu de cet indicateur lors de la revente de l'entreprise à l'issue de la période de cinq ans, sur la base du plan stratégique à mettre en œuvre. Le modèle d'évaluation du D.C.F. en constitue la traduction financière, détaillant, pour chaque année les chiffres d'affaires et les coûts associés permettant l'atteinte de cet indicateur.

L'atteinte des taux annuels de retour attendus sur investissement – entre 20 % à 25 % – nécessite l'anticipation de croissances fortes – assises sur des restructurations et/ou la mise en œuvre d'une croissance externe sous forme d'acquisitions d'entreprises –, le recours à un endettement important au regard des capitaux apportés par les actionnaires et l'inscription dans une bulle haussière, de type spéculative, susceptible d'augmenter rapidement la valeur du multiple [Fenn *et al.*, 1995 ; Froud *et al.*, 2008]. Si les entreprises sont en effet susceptibles d'être revendues à des groupes industriels, elles font souvent l'objet de reventes dans le cadre d'un nouveau montage financier du même type, « LBO secondaire », voire « tertiaire ». Le nouveau

¹¹ L'EBITDA (*Earnings before interest, taxes and depreciation and amortization*) représente le flux de trésorerie dégagé par l'entreprise du fait de ses activités économiques.

directeur financier d'une entreprise reprise par un fonds décrit en ces termes le rôle qui lui est assigné :

« Je prends un machin qui est un vrai bordel, je le taille et je le fais rentrer dans les canons. Je le change en quelque chose de vendable... Et on fait marcher les équipes au son du canon. Si ça ne plaît pas à certaines personnes, c'est simple la porte est là... »

L'utilisation du modèle d'évaluation D.C.F. permet, en le faisant tourner sur tableur selon les hypothèses stratégiques, financières, comptables et fiscales, de déterminer les valeurs permettant de concilier les attentes du gérant de fonds avec les possibilités d'évolutions économiques anticipées par le dirigeant, selon les risques que sont prêts à assumer les différents apporteurs de dettes. Selon un dirigeant d'entreprise sous LBO, le choix de son directeur financier [B.], fonction de sa connaissance du système, aurait été déterminant dans la réalisation du montage financier :

« B. vient de l'autre côté du miroir. [C'est un ancien analyste de fonds de capital-investissement]. On n'aurait pas pu closer le deal sans lui, car il parle le même langage. Il a des routines sur Excel, une façon de regarder comment l'argent peut être mis au bon moment, son utilisation, sa rentabilité... Si je vous décris OCH [unité de production de bioélectricité] et que B. vous la décrit, vous aurez deux choses différentes. Il va vous parler de TRI [taux de rentabilité interne], d'OPEX [dépenses d'exploitation] par mégawatts, d'arbitrage fiscal, etc. »

La recherche de performances financières élevées par chacun des participants peut conduire à un équilibre mathématiquement atteint, symbolisé par le D.C.F. Le futur de l'entreprise devient alors quadrillé trimestriellement, notamment en raison des clauses de remboursement anticipé des contrats de prêts qui détaillent les niveaux à atteindre, à la fin de chaque trimestre, pour les indicateurs représentatifs du poids des charges financières et des flux de trésorerie dégagés au regard de la dette restant à rembourser. Si le gérant du fonds se situe au cœur du pouvoir, il partage en effet ce dernier avec les différents apporteurs de dettes, stratifiées selon les horizons, les modalités de remboursement et les taux d'intérêt demandés, représentatifs des risques potentiels. Un délégué syndical central d'une entreprise du secteur de la chimie met ainsi l'accent sur la radicalité des changements et la focalisation induite sur la performance financière :

« C'est une véritable mutation. L'EBITDA est leur cheval de bataille. Quand ils sont arrivés, ils avaient prévu 10 % et on est arrivés à 10 % [de pourcentage d'EBITDA au regard du chiffre d'affaires]. [...] C'est la pression des banques. [...] Dans le discours, ils laissent transparaître qu'ils ont fait un emprunt pour acheter et qu'il faut le rembourser au plus vite. »

Ces anticipations sont donc juridiquement scellées par la signature de contrats bilatéraux, révélateurs des rapports de force, entre les dirigeants de l'entreprise et les prêteurs – via les contrats de prêts –, mais également entre l'équipe dirigeante et le gérant du fonds – via des pactes d'actionnaires. Ces derniers intègrent les prévisions précédemment réalisées en fonction desquelles se définissent les parts respectives

dans les plus-values escomptées lors de la revente de l'entreprise. Par ce processus d'incitation, mais également de sanction, le gérant du fonds de capital-investissement s'assure du plein engagement de l'équipe dirigeante dans le processus de management de l'entreprise, et ce d'autant que ce contrat est susceptible d'être instantanément rompu en cas de non-atteinte des objectifs. Les dirigeants, remerciés, perdent alors immédiatement leur poste, les capitaux qu'ils avaient investis, souvent importants au regard de leurs moyens personnels, ainsi que l'espoir de gains très conséquents, alimentés par la « réussite » de quelques opérations de revente symboliques. La directrice commerciale d'une société de services informatiques explique la manière dont les principaux cadres ont dû s'impliquer financièrement à l'occasion d'un second montage LBO. Si certains ont été obligés de réinvestir les plus-values obtenues lors du premier montage LBO, les nouveaux impliqués ont dû réaliser un endettement personnel :

« J'avais depuis le début des actions gratuites. Mais ce n'était pas le cas du directeur informatique qui est arrivé récemment. Il venait d'acheter son appartement. Donc il a dû faire un emprunt. Il ne pouvait pas ne pas participer. [Vous avez lu le pacte d'actionnaires vous concernant ?] Non, c'était un peu compliqué et le directeur adjoint, en qui j'ai confiance, m'a dit qu'il n'y avait pas de souci, donc j'ai signé. »

La participation à plusieurs montages successifs peut faciliter l'apprentissage par les dirigeants des dispositifs financiers, conduisant à une relative modification de l'équilibre des rapports de force. Cette appropriation œuvre cependant, *in fine*, dans le sens d'un renforcement de la domination financière [Barneto et Chambost, 2014 ; Foureault, 2017]. Le recours de chacune des parties aux professionnels du chiffre et du droit – auditeurs, avocats, fiscalistes – illustre les alliances et les affrontements en jeu autour de cette recherche de performance exemptée, autant que faire se peut, des risques associés [Vauchez, 2012].

La construction de la future liquidité de l'entreprise, dès son acquisition, en prescrit donc le futur sur un horizon limité aux cinq années de détention par le fonds, horizon dramatiquement restreint à l'aune du temps des processus productifs. Le fonctionnement de l'entreprise est totalement configuré, par trimestre, à travers le niveau de performance à atteindre, mais également à travers les rythmes de son obtention. Les indicateurs intégrés dans les différents contrats sont décomposés par service selon l'activité de chacun d'eux, sans que le sens de ces objectifs soit forcément perceptible, y compris par l'encadrement supérieur :

« On m'a demandé de suivre des indicateurs pour les tableaux de bord. Je ne comprenais pas à quoi tout cela servait. Ma coach m'a dit "allez voir votre directeur financier il vous expliquera...". C'est vrai qu'il est très pédago. » [La responsable de la production d'une entreprise de services]

L'entreprise doit ainsi générer des résultats et de la trésorerie affectée au service de la dette selon le rythme trimestriel qui lui est imposé, en réduisant et/ou flexibilisant les coûts – par le recours aux contrats précaires, à l'externalisation, etc. L'accent mis sur l'individualisation des rémunérations et l'intensification de la charge de travail est susceptible de provoquer une mise en concurrence, un renforcement de

l'individualisme et un éclatement des collectifs [Chambost, 2013]. La recherche d'une croissance rapide des indicateurs peut conduire à l'acquisition d'autres entreprises, même si les effets peuvent se révéler désastreux à moyen terme en raison des difficultés d'intégration [Benquet et Durand, 2016]. Généralement les investissements matériels et immatériels sont fortement limités et les actifs considérés comme « hors du cœur de métier » sont cédés :

« La culture du résultat favorise la rentabilité à court terme. Par rapport à nos concurrents, on a perdu beaucoup en compétences, en formation, en métier. [...] Après le premier LBO, la R&D est passée à la trappe. C'est simple, on a pris 10 ans de retard. » [Le délégué syndical central d'une ancienne filiale d'un groupe de la métallurgie]

Le degré de mise sous tension de l'entreprise est cependant susceptible de varier selon les caractéristiques de son secteur d'appartenance, de sa place au sein de la filière et du degré capitalistique de l'activité. Les considérations macroéconomiques présidant au moment de l'acquisition de l'entreprise – ou de sa revente – influent également. Si de fortes plus-values, réalisées sur la revente d'activités cédées à l'origine par de grands groupes, ont contribué à alimenter une bulle spéculative, l'éclatement de cette dernière en 2008, à un moment où le montant des acquisitions et la part de la dette dans le financement étaient les plus élevés, a transféré le pouvoir aux établissements financiers. La non-atteinte des indicateurs trimestriels ou l'anticipation des difficultés à venir ont souvent conduit à des rééchelonnements de l'endettement sous condition d'apports de capitaux supplémentaires de la part des fonds de *private equity*. Comme le souligne, en véritable financier, le responsable d'un fonds en revenant sur cette période :

« Il est vrai que le rapport entre les acteurs était un peu crispé. Mais le souci était de toute façon d'arriver à conserver le sous-jacent [c'est-à-dire l'activité économique de l'entreprise] [...] Il a fallu s'orienter vers des projets plus défensifs, comme la santé [via l'acquisition notamment de cliniques]. »

Cette seconde partie prolonge donc l'analyse précédemment réalisée en montrant comment les processus initiés lors de la valorisation des entreprises cotées s'intensifient lorsque le degré de liquidité diminue (cf. tableau 3). Le processus de valorisation se déplace au cœur même de l'entreprise via des dispositifs relationnels de nature juridique (contrats de prêts et pactes d'actionnaires) et des dispositifs symboliques directement en prise avec une performance financière prédéfinie lors de la construction du plan stratégique. Le risque de non-réalisation des performances anticipées est pleinement supporté par l'entreprise à travers des modalités de pilotage au quotidien, centrées sur l'atteinte des indicateurs et les risques supportés par les salariés de l'entreprise (cf. tableau 4).

**Tableau 3. Évaluation des entreprises non cotées détenues
par un fonds de capital-investissement
Caractéristiques du contexte d'évaluation**

Critères d'analyse	Caractéristiques d'évaluation
Degré de liquidité du titre, évalué du point de vue de l'investisseur	Faible liquidité
Analystes	Analystes-gestionnaires de fonds de capital investissement
Centre de gravité du processus de valorisation	<p>L'articulation analystes-gestionnaires/entreprise</p> <p>Dispositifs relationnels : liens juridiques (contrats) entre les actionnaires et les dirigeants.</p> <p>Dispositifs symboliques : les indicateurs clés de performance (EBITDA) et les indicateurs de remboursement anticipé des emprunts (covenants).</p> <p>Artefacts cognitifs : le plan stratégique de l'entreprise dont le modèle de valorisation D.C.F. constitue la traduction financière.</p>
Dynamique induite de l'analyste au cours du processus d'analyse	La pénétration du fonctionnement de l'entreprise , au cœur de la structuration des relations fonds, banques prêteuse et entreprise.
Dispositifs d'association de la gouvernance de l'entreprise au processus de valorisation	Dispositifs juridiques formels : pacte(s) d'actionnaire et contrat(s) de prêt conduisant à une pénétration totale de l'entreprise par l'analyste-gestionnaire ; le pacte d'actionnaire intégrant les modalités de sanction (renvoi en cas de non-atteinte des indicateurs trimestriels) et de récompenses financières (pourcentage sur la plus-value de revente).
Dispositifs de circulation entre entreprise et investisseurs (gestionnaires de fonds et prêteurs)	Contrôle continu de l'atteinte trimestrielle des objectifs stratégiques retraduits en termes financiers.

**Tableau 4. Évaluation des entreprises non cotées détenues
par un fonds de capital-investissement
Conséquences sur leur inscription dans le futur**

Critères	Conséquences en matière d'inscription dans le futur
Horizon temporel	L'horizon de revente (cinq ans) découpé en trimestre.
Risques identifiés et modalités de report vers l'entreprise	Risques de non-atteinte de la valorisation attendue à cinq ans totalement reportés sur l'entreprise. La stratégie à cinq ans et les modalités de pilotage sont conçues dans l'objectif ultime d'une sécurisation de l'atteinte des objectifs financiers.
Degré de normativité	Fortes contraintes juridiques et financières attachées au non-respect des indicateurs attendus de l'analyste-gestionnaire (via la configuration de la dette).
Stratégie de l'entreprise induite par le processus de valorisation	Stratégie totalement déterminée par le taux de rentabilité élevé à obtenir par l'investisseur, qui influe également sur la structure financière de l'entreprise via le poids de l'endettement supporté.
Pilotage de l'entreprise et variation du degré de normativité	Très forte normativité de l'indicateur de référence EBITDA, de la trésorerie dégagée et des covenants de la dette financière levée.

4. Conclusion

Les développements précédents proposent une analyse de la manière dont un modèle financier de valorisation, représentant le futur des entreprises sur la base d'un séquençement, censé être à l'infini, de rendements prévisionnels, conduit à influencer le futur effectif de ces entreprises dans le cadre de rapports de force inhérents au partage de la valeur et au report des risques.

Ces modèles de valorisation sont mis en œuvre par les financiers, à travers des arrangements de dispositifs déployés sous l'impulsion des grands groupes de l'industrie financière [Kleiner, 2003] et de leurs actions de lobbying [Geuens, 2011], qui assurent à ces derniers un certain degré de normativité. Adaptés au degré de liquidité des titres achetés, et donc à leur horizon potentiel de revente, ces dispositifs se révèlent d'autant plus « verrouillants » que le dénouement de l'opération – la revente possible des titres de capital (actions) achetés – est lointain. En effet, afin de pallier l'imprévisibilité du futur et la non-réalisation des anticipations intégrées dans ces valorisations, ce futur financiarisé se concrétise, dans le cas de l'entreprise cotée, par un enracinement dans le présent se traduisant par une relative mise distance du futur du processus

productif. L'enclenchement du processus de recherche de création de valeur actionnariale s'effectue dans un jeu perpétuel de renégociation. Dans le cas de l'entreprise non cotée, considérée comme plus risquée, le futur financier – intégrant un degré encore plus élevé de rentabilité attendue – scelle à ses vues le futur productif sur un horizon de cinq ans, déclinés trimestriellement. Dans les deux cas, le passé est oublié.

Cette analyse insiste sur l'articulation de la sphère financière et de la sphère productive qui en résulte, en proposant une structuration des arrangements de dispositifs en jeu, mettant en évidence les systèmes relationnels, les systèmes symboliques et les artefacts mobilisés. Dans le cas de valorisation d'entreprises cotées, ces arrangements s'ancrent dans le fonctionnement de l'intermédiation financière en fonction duquel les entreprises adaptent leur stratégie et le pilotage de leur performance dans une renégociation constante opérée sur des horizons temporels de quelques mois. Dans le cas des entreprises non cotées, le centre de gravité se déplace sur l'entreprise elle-même en raison d'un mode de gouvernance beaucoup plus enraciné dans cette dernière. La pénétration particulièrement forte des investisseurs dans la détermination de la stratégie et le pilotage même de l'entreprise et le degré d'intimité qui en résulte ne peuvent que conduire à soulever la question de la direction de fait. Ce cadrage institutionnel est évidemment à moduler et peut se nuancer selon les ressources dont disposent les différents acteurs et l'existence de possibilités encore inexploitées de développement de l'entreprise. Résultant de processus d'élaboration socio-organisationnels, qui s'inscrivent dans le temps et leur permettent de « s'éprouver », les dispositifs d'évaluation tendent cependant à se réifier lorsqu'ils se situent dans les logiques de pouvoir structurellement à l'œuvre.

Bibliographie

- ABBOTT A. (1988), *The System of Professions. An Essay on the Division of Expert Labor*, University of Chicago Press, Chicago.
- AMBROISE B. (2015), « Performativité de l'économie ou pouvoir symbolique ? », *Revue française de socio-économie*, n° 2 (hors-série), p. 19-35.
- BARKER R. (1999), « Survey and Market Evidence of Industry Dependence in Analysts' Preferences Between the Dividend Yield and Price Earning Ratio Valuation Models », *Journal of Business Finance and Accounting*, April-May, p. 393-418.
- BARNETO P., CHAMBOST I. (2014), « L'appropriation par les dirigeants des dispositifs financiers : une étude exploratoire de la relation dirigeants-investisseurs », *La Revue du financier*, n° 206, p. 4-25.
- BÉDU N., MONTALBAN M. (2009), « Une analyse de la diversité géographique des opérations de *private equity* en Europe : le rôle des configurations institutionnelles », in C. DUPUY, S. LAVIGNE (dir.), *Géographie de la finance mondialisée*, La Documentation française, Paris.
- BÉNQUET M., DURAND C. (2016), « La financiarisation de la grande distribution. Restructuration de l'actionariat et déclin économique du groupe Carrefour (1999-2013) », *Revue française de socio-économie*, vol. 1, n° 16, p. 37-59.
- BEUNZA D., GARUD R. (2007), « Calculators, lemmings, or frame-makers? The intermediary role of securities analysts », *Sociological Review*, vol. 55, n° 2, p. 13-39.

- CHAMBOST I. (2013), « De la finance au travail, sur les traces des dispositifs de financiarisation », *Nouvelle revue du travail*, n° 3. doi:10.4000/nrt.1012
- CHAMBOST I. (2017), « Analyser les dispositifs d'évaluation des analystes financiers : une clé d'entrée dans les coulisses des marchés financiers », in *Invisibilisations au travail, Des salariés en mal de reconnaissance*, O. Cléach O., et Tiffon G. (dir.), Paris, Octares, p. 141-154.
- CHEFFINS B., ARMOUR J. (2008), « The Eclipse of Private Equity », *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 33, n° 1, p. 1-67.
- CHIAPPELLO È. (2015), « Financialisation of valuation », *Human Studies*, vol. 38, n° 1, p. 13-35.
- DESJARDINS B. (2003), « Les études industrielles du Crédit lyonnais, 1953-1989 », in B. DESJARDINS *et al.*, *Le Crédit lyonnais (1863-1986)* (p. 303-331), Librairie Droz, coll. « Publications d'histoire économique et sociale internationale », Genève.
- DI MAGGIO P.J., POWELL W.W. (1983), « The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields », *American Sociological Review*, vol. 48, p. 147-160.
- DOGANOVA L. (2014), « Décomposer le futur. La formule des flux actualisés et le manager-investisseur », *Sociétés contemporaines*, vol. 1, n° 93, p. 67-87.
- DOUGLAS M. (2004), *Comment pensent les institutions ?*, La Découverte, Paris.
- ESELAND N., STEVENS L. (1998), « Commensuration as a Social Process », *Annual Reviews of Sociology*, vol. 24, p. 313-343.
- FAMA E.F. (1965), « The Behavior of Stock Market Prices », *Journal of Business*, vol. 38, p. 34-105.
- FAMA E.F. (1970), « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, p. 383-417.
- FENN G., LIANG N., PROWSE S. (1995), *The Economics of the Private Equity Market*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.
- FISCHER I. (1930), *The Theory of Interest*, Macmillan, New York.
- FLANDREAU M. (2003), « Le service des études financières sous Henri Germain (1871-1905) : une macro-économie d'acteurs », in B. DESJARDINS *et al.*, *Le Crédit lyonnais (1863-1986)* (p. 271-301), Librairie Droz, coll. « Publications d'histoire économique et sociale internationale », Genève.
- FOGARTY T.J., ROGERS R.K. (2005), « Financial Analysts' Reports: an Extended Institutional Theory Évaluation », *Accounting Organizations and Society*, p. 331-356.
- FOUREAULT F. (2017), « Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement », *Revue de la régulation* [en ligne]. doi:10.4000/regulation.12345
- ERTUK I., FROUD J., JOHAL S., LEAVER A., WILLIAMS K. (2013), « (How) do devices matter in finance ? » *Journal of Cultural Economy*, vol. 6, n° 3, p. 201.
- FROUD J., JOHAL S., LEAVER A., WILLIAMS K., (2008), « Ownership Matters: Private Equity and the Political Division of Ownership », CRESC, *Working Paper* n° 61.
- GEUENS G. (2011), *La finance imaginaire, anatomie du capitalisme : des « marchés financiers » à l'oligarchie*, Aden, Bruxelles.

- GODECHOT O. (2015), « Variétés de financiarisation et accroissement des inégalités », *Revue française de socio-économie*, n° 2 (hors-série), p. 51-72.
- GROSSMAN S.J., STIGLITZ J.E. (1980), « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *American Economic Review*, vol. 70, n° 3, p. 393-408.
- JENSEN M. (1989), « The Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, September-October.
- KIRCHHOF-MASSERON M.G. (2007), « Le métier d'analyste financier dans les banques, 1960-1980 », *Working Paper*.
- KLEINER T. (2003), « La consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris », *Actes de la recherche en sciences sociales*, mars, p. 42-50.
- MACKENZIE D., MUNIESA F., SIU L. (eds.) (2007), *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*, Princeton University Press, Princeton, 373 p.
- MODIGLIANI M.H., MILLER F. (1961), « Dividend Policy, Growth and the valuation of shares », *The Journal of Business*, vol. 34, n° 34, p. 411-433.
- MONTAGNE S. (2006), *Les fonds de pension, entre protection sociale et spéculation financière*, Odile Jacob, Paris.
- MONTAGNE S., ORTIZ H. (2013), « Sociologie de l'agence financière : enjeux et perspectives. Introduction. Introduction », *Sociétés contemporaines*, vol. 4, n° 92, p. 7-33.
- MORIN F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital. Analyse, prospective et comparaisons internationales*, rapport pour le Conseil analyse économique, Éditions de Bercy, coll. « Études », Paris.
- MUNIESA F., MILLO Y., CALLON M., (2007), An introduction to market devices, *The Sociological Review*, vol. 55, n° 2, p. 1-12.
- NORMAN D.A. (1993), « Les artefacts cognitifs », in *Les objets dans l'action* (p. 15-34), Éditions de l'EHESS, coll. « Raisons pratiques », Paris.
- ORLÉAN A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.
- ORLÉAN A. (2005), « Réflexions sur l'hypothèse d'objectivité de la valeur fondamentale », in D. BOURGHELLE, O. BRANDOUY, R. GILLET, A. ORLÉAN (dir.), *Croyances, représentations collectives et finance* (p. 21-39), Economica, Paris.
- ORTIZ H. (2013), « La "valeur" dans l'industrie financière : le prix des actions cotées comme "vérité" technique et politique », *L'Année sociologique*, vol. 63, n° 1, p. 107-136.
- PARKER, R.H. (1969), « Discounted Cash Flow », in *Management Accounting: an historical perspective* (p. 34-58), Macmillan, London.
- REINHART C., ROGOFF K. (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- RUTTERFORD J. (2004), « From dividend yield to discounted cash flow: a history of UK and US equity valuation techniques », *Accounting, Business and Financial History*, vol. 14, n° 2, p. 115-149.
- SCOTT R.W. (2014), *Institutions and Organizations: Ideas, interests, and identities*, Sage, New York (fourth edition).
- VAN DER ZWAN N. (2014), « State of the Art, Making sense of financialization », *Socio-Economic Review*, n° 12, p. 99-129.

- VATIN F. (dir.) (2013), *Évaluer et valoriser, une sociologie économique de la mesure*, Presses universitaires du Mirail, Toulouse, 352 p.
- VATIN F. (2016), « Le temps de la finance », *Revue de la régulation*, 19, en ligne : <http://regulation.revues.org/11879>.
- VAUCHEZ A. (2012), « L'avocat d'affaires : un professionnel de la classe dirigeante ? », in F. LEBARON (dir.), « Comment les dominants dominent », *Savoir Agir*, mars, p. 39-48.
- WILLIAMS J.B. (1938), *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, 1997 reprint, Fraser Publishing, Cambridge MA.
- ZUCKERMAN E.W. (1999), « The Categorical Imperative: Securities Analyst and Illegitimacy Discount », *American Journal of Sociology*, vol. 104, n° 5, p. 1398-1438.

Annexe

Une formation du jugement des analystes financiers diversement configurée selon l'appréhension du futur

La formation du jugement des analystes financiers a donné lieu à de très nombreuses recherches, catégorisables selon leur appréhension du futur. N'ont été retenues dans l'article que les recherches sur les analystes en relation avec les orientations théoriques de celui-ci. La catégorisation ci-après vise à permettre d'entrevoir les autres pans de recherche en ne citant que quelques-uns des travaux représentatifs.

La formation du jugement des analystes financiers peut être analysée en tant que traitement intrapsychique de l'information, conçu comme un processus probabilisable en contexte de risque où les tiers interviennent à titre d'émetteurs et de récepteurs d'information.

Ces recherches ont plus ou moins explicitement articulé cette formation du jugement à un rôle attendu de l'analyste financier, censé participer à l'efficience des marchés financiers. Ce rôle renvoie à un processus composé de trois phases : (i) le recueil d'informations auprès des directions d'entreprises, (ii) le traitement de l'information aboutissant à des prévisions de bénéfice ainsi qu'à la formulation de recommandations, et (iii) la diffusion de ces dernières à ses clients ainsi qu'à la communauté financière. Ces travaux ont ainsi cherché à cerner la capacité des analystes à détecter la qualité des informations, comptables notamment, et à mettre en œuvre les méthodes d'évaluation idoines s'interrogeant sur :

- la nature, l'origine, les différentes catégories d'information comptable [Biggs, 1984 ; Arnold et Moizer, 1984 ; Day, 1986] ;
- les modalités de traitement de l'information [Barker, 1999] et les schémas de pensée mis en œuvre [Bouwman *et al.*, 1987] ;
- les liens entre prévisions et recommandations [Bradshaw, 2004] ;
- la maîtrise effective des connaissances académiques [Breton et Taffler, 1995].

Ces recherches pointent des questions relatives à des approches différentes entre évaluation et recommandation, une utilisation fréquente de méthodes d'évaluation peu sophistiquées ainsi que des interrogations sur des savoirs non maîtrisés ou non mobilisés. Mais les contextes boursiers, géographiques, organisationnels ou institutionnels sont peu analysés [Schipper, 1991]. Peuvent être également rangées dans cette catégorie les recherches portant sur les « erreurs » commises lors de la formation du jugement en raison de « biais psycho-cognitifs ».

La formation du jugement a également été étudiée en intégrant les interactions sociales, mais dans une acception essentiellement négative.

Les recherches afférentes ont ainsi cherché à déterminer dans quelle mesure l'analyste, théoriquement au service de l'ensemble des investisseurs, fait face à des pressions éventuelles qui l'incitent à utiliser à titre « privé » de l'information recueillie dans

un cadre de relation d'affaires, ou à formuler des recommandations qu'il sait erronées ou non étayées. Les conflits d'intérêts des analystes avec leurs employeurs [Dubois et Dumontier, 2007], et avec les dirigeants d'entreprise [Francis et Philbrick, 1993 ; Das *et al.*, 1998] ou avec leurs clients [Womack et Boni, 2002] peuvent conduire à restreindre ou à déformer les informations diffusées. Par ailleurs, les comportements mimétiques entraînent la production d'analyses sans véritable contenu informationnel [Graham, 1999 ; Galanti, 2006]. Les informations deviennent alors « bruitées ».

Ces recherches conduisent à insérer l'analyste au sein du fonctionnement organisationnel des entreprises de courtage et de leur groupe d'appartenance. Elles amènent cependant à refermer la boîte noire du processus de formation du jugement, en cherchant à isoler une variable spécifique, susceptible d'expliquer des prévisions de bénéfices ou des recommandations particulières, publiquement restituées. Ces influences sont médiatisées au travers de considérations économiques, de recherche d'informations et/ou de conservation de statut et de rémunération. Elles apportent effectivement des éléments importants de réflexions sur les enjeux relationnels et la structuration de l'industrie financière, mais de manière très ciblée sur un aspect donné.