

# La force des positions vulnérables

Hégémonie financière et potentiel disruptif

Fabien Foureault<sup>1</sup>

*LINES – Université de Lausanne*

Soumis le 06/11/2017, mis en ligne le 30/10/2018

## Type de soumission

Article scientifique.

## Titre anglais

The strength of vulnerable positions. Financial hegemony and disruptive potential

## Résumé

Cet article traite du pouvoir structurel des banques en prenant le cas du marché des opérations d'acquisition avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out* ou LBO) en France dans les années 2000. Il tente d'opérationnaliser le concept d'hégémonie financière de manière originale, à partir de l'idée de vulnérabilité d'un graphe en certain de ces points et il présente une méthode permettant de modéliser un réseau social suivant ce critère (*cohesive blocking*). L'analyse montre que les banques occupent non seulement les places centrales, mais aussi les positions les plus vulnérables dans le système d'interdépendance par rapport aux entreprises et aux fonds d'investissement participant aux opérations de LBO. La crise de 2007-2008 a permis aux banques d'imposer leurs conditions et de rétablir fermement l'hégémonie quelque peu remise en cause durant la période de bulle. La structure qui en résulte a néanmoins des implications ambiguës sur le risque systémique.

---

<sup>1</sup> Auteur : [fabien.foureault@unil.ch](mailto:fabien.foureault@unil.ch)

**Mots clés**

Sociologie économique ; hégémonie financière ; *cohesive blocking* ; vulnérabilité d'un graphe ; LBO.

**Abstract**

This article addresses the structural power of banks by analyzing the market for Leveraged Buy-Outs (LBOs) in France during the 2000s. It attempts to operationalize the concept of financial hegemony in an original way, working from the idea of point-vulnerability in a graph, introducing a method that can be used to model a network according to this criteria (*cohesive blocking*). The analysis shows that banks occupy not only the most central, but also the most vulnerable positions in the system compared with corporations and private equity firms. The crisis of 2007-2008 has enabled banks to impose their conditions and to firmly reinstate their hegemony which was somewhat contested during the bubble period. The structure that results from such an evolution has ambiguous implications for systemic risk.

**Key words**

Economic sociology; financial hegemony; *cohesive blocking*; graph vulnerability; LBO.

## Introduction

Cet article de sociologie économique poursuit un double objectif<sup>2</sup>. À partir du cas d'un marché financier, celui des *Leveraged Buy-Out* (LBO), il présente et illustre une méthode pour modéliser un réseau social appelée *cohesive blocking* (Moody & White, 2003). Il propose en outre d'opérationnaliser le concept d'hégémonie financière, en s'inspirant de la notion de risque systémique, à partir de l'idée de vulnérabilité d'un graphe en certains de ses points (Mintz & Schwartz, 1987). Dans cette conceptualisation, le pouvoir provient du potentiel disruptif contenu dans certaines positions au sein d'un système d'interdépendance, formalisé comme un réseau grâce à la théorie des graphes.

L'examen des relations entre acteurs participant à des opérations de *Leveraged Buy-Out* (LBO) avant et après la crise de 2007-2008 permet d'illustrer le lien entre hégémonie financière et potentiel disruptif. Les LBO sont des opérations d'acquisition de sociétés par endettement. On parle de LBO lorsque des individus, regroupés dans des petites organisations appelées « fonds d'investissement », acquièrent le capital d'une entreprise en s'endettant auprès d'une banque, essaient d'améliorer la rentabilité de cette entreprise pour ensuite la revendre avec une plus-value au bout de trois ou cinq ans. Ces investisseurs appartiennent à la profession du *private equity* (PE) ou capital-investissement, qui a pour ambition de financer des entreprises non cotées (Conseil d'Analyse Économique, 2008). Nés aux États-Unis dans les années 1960, les LBO se sont diffusés en Europe et dans le monde à partir des années 1980 et ont explosé dans les années 2000 au point de former une bulle qui a éclaté avec la crise des crédits *subprime* (Foureault, 2014). À partir d'une analyse de réseaux et d'une analyse documentaire, nous montrons comment les banques ont pu tirer avantage de leurs positions hégémoniques pour imposer leurs conditions

---

<sup>2</sup> Je remercie celle et ceux qui ont lu ou relu cet article : Julien Brailly, Fabien Eloire, Serge Lhomme et Elise Penalva.

et rétablir des relations asymétriques avec leurs partenaires suite à la crise de 2007-2008.

Pour cela il nous paraît nécessaire de combiner l'analyse stratégique, l'analyse morphologique et l'analyse statistique. Il est utile de partir de la définition classique du pouvoir, mise au point par Max Weber et développée par ses successeurs, comme la capacité à faire triompher sa volonté malgré la résistance d'autrui<sup>3</sup>. Cette notion est notoirement difficile à manier empiriquement (March & Cohen, 1974, chapitre 9) notamment du fait que le pouvoir n'est pas observable à l'œil nu mais nécessite une reconstruction analytique, par exemple par l'élaboration, empiriquement fondée, de « modèles interprétatifs » (Friedberg, 1993, pp. 403–412). Notre démarche consiste à saisir le pouvoir – et en particulier l'hégémonie financière – par (1) les préférences, les désirs ou les intérêts des acteurs – ce que l'on peut appeler la volonté hégémonique (2) la position des acteurs dans le système d'interdépendance – qui nous donne le potentiel hégémonique et (3) la réalisation de cette volonté et l'actualisation de ce potentiel dans des grandeurs économiques comme les prix, conçues comme l'expression des rapports de force – soit les effets hégémoniques<sup>4</sup>. L'analyse des « effets hégémoniques », ici la variation des grandeurs économiques, offre un outil de validation si les résultats de l'action, au niveau agrégé, sont conformes aux désirs des acteurs et au mécanisme que nous postulons.

La première partie l'article est théorique : elle définit le concept d'hégémonie financière et deux manières de l'opérationnaliser tout en défendant celle fondée sur l'idée de « potentiel disruptif ». La seconde partie de l'article expose le contexte empirique de notre analyse, c'est-à-dire l'explosion des opérations de LBO en France dans les années 2000. La troisième partie est méthodologique puisque nous présentons nos données et

---

<sup>3</sup> Chez Max Weber, la domination (*Herrschaft*) est une catégorie du pouvoir (*Macht*) légitimé par la tradition, le charisme ou la légalité et la rationalité (Käsler, 2005 ; Weber, 2003 [1921], p. 95). Laissant de côté la question de la légitimité des opérations de LBO, nous nous concentrons ici sur le pouvoir structurel des banques – leur hégémonie – et non sur la domination de la finance comme ensemble de théories et de pratiques.

<sup>4</sup> Les prix sont ici conçus comme le résultat d'un rapport de comparaison entre des acteurs de statuts différents et pas seulement comme le produit de la confrontation d'une offre et d'une demande abstraites (Jorion, 2016).

la méthode du *cohesive blocking*. Enfin, la quatrième partie présente les résultats de notre analyse : les banques occupent non seulement les places centrales, mais aussi les positions les plus vulnérables ce qui les met en position hégémonique par rapport aux entreprises et aux fonds d'investissement. L'arrêt de la titrisation à l'été 2007 et la fermeture du marché du crédit en septembre 2008 a menacé de faire éclater le système d'interdépendance, de telle sorte que les banques ont pu imposer leurs conditions et rétablir fermement l'hégémonie quelque peu remise en cause dans la période de bulle.

## **1. L'hégémonie financière comme potentiel disruptif**

Cette partie présente le concept d'« hégémonie financière » comme type de pouvoir structurel induit par la position des banques dans le capitalisme relativement aux autres agents économiques. Avec l'analyse de réseaux sociaux, ce concept peut être opérationnalisé comme la centralité des banques occupant une position commune dans un système d'échange organisé en un centre et une périphérie. Les problèmes posés par cette option nous conduisent à proposer d'associer le concept d'hégémonie financière à celui de potentiel disruptif, et de l'opérationnaliser par la vulnérabilité d'un graphe en certains de ses points.

### **1.1. L'hégémonie financière**

Le concept d'hégémonie financière provient des débats, qui ont eu lieu surtout aux États-Unis entre libéraux et marxistes, concernant les rapports entre l'industrie et la finance, les relations entre la propriété et le contrôle des entreprises et l'existence d'une classe dirigeante dans les démocraties libérales. Sur le plan empirique, il provient du problème de l'interprétation de la centralité des banques dans les réseaux d'entreprises, constat répété avec différents types de données sur différentes périodes, à la fois sur des réseaux de conseils d'administration imbriqués (*interlocks*) ou des réseaux de copropriété (participations croisées) (Dudouet *et al.*, 2015). Sur le plan théorique, le concept provient de la notion d'hégémonie proposée par Gramsci pour analyser un type de pouvoir politique – singulièrement les rapports entre État et société civile – reposant sur le consentement et

non pas seulement sur la coercition<sup>5</sup>. La notion d'hégémonie financière résulte de la transposition de ce concept du champ politique au champ économique et de sa réinterprétation avec les schèmes du structuralisme des années 1960-1970 par les sociologues Beth Mintz et Michael Schwartz.

Mintz et Schwartz (1987) partent de la proposition selon laquelle les banques contrôlèrent les entreprises car la relation de crédit constitue une relation de dépendance entre un créancier et un débiteur – théorie marxiste dite du « contrôle bancaire » opposée à celle, libérale, de l'autonomie des managers. La position de créancier confère un pouvoir de négociation grâce auquel les banques peuvent justifier leur intervention dans le processus de décision stratégique de l'entreprise débitrice. Le problème de cette théorie est qu'il existe aussi une dépendance inverse entre débiteur et créancier, du fait de la possibilité de non remboursement, de telle sorte qu'il vaudrait mieux parler d'interdépendance asymétrique. Une banque se trouve en grave difficulté si elle a concentré ses prêts sur un ou un petit nombre de débiteurs qui menacent de ne pas rembourser. Le critère décisif n'est donc pas la dépendance en tant que telle, qui est mutuelle, mais la distribution des options alternatives entre banques et entreprises non financières, qui est asymétrique. La distribution des options alternatives est fonction du surplus ou *slack* ou trésorerie disponible à la discrétion des dirigeant.e.s d'entreprise : les surplus de capitaux permettent certes aux dirigeant.e.s d'obtenir de meilleures conditions de crédit mais ne leur permet pas d'intervenir dans le processus de décision stratégique des banques, tandis que c'est le cas pour les banques envers les entreprises.

Plus généralement, ce sont les institutions financières qui contrôlent les flux de capitaux dans l'économie pour plusieurs raisons : la monnaie est la ressource la plus liquide ; elle peut être échangée pour elle-même ; les banques existent en petit nombre et agissent de manière coordonnée ; le besoin d'infusion de capital est ressenti dans l'urgence (Mintz & Schwartz, 1987, pp. 35–37). Ce raisonnement peut être élargi aux relations de contrainte structurale entre institutions financières, ménages et États. Dans l'hégémonie financière, le concept d'hégémonie devient plus abstrait et synonyme de « pouvoir négatif » ou « pouvoir structurel », c'est-

---

<sup>5</sup> Pour un décryptage de la pensée de Gramsci, voir Anderson (1978, chapitre 1).

à-dire de limitation des horizons d'attente ou de structuration des anticipations. Selon Mintz et Schwartz « l'influence des entreprises financières opère principalement par l'élimination ou la création de possibilités d'action (*options*) pour les autres institutions [...] Les flux de capitaux en direction ou en partance de certains secteurs ou de certaines entreprises sont tellement cruciaux dans le capitalisme moderne, que la capacité de planifier découle du contrôle de ces décisions ; l'intervention [par les banques] dans les décisions discrétionnaires, bien que fréquente, est souvent superflue pour la direction du système (*system wide planning*) et souvent improductive » (1987, p. 40, ma traduction). Autrement dit, les institutions financières peuvent orienter voire diriger l'économie dans son ensemble sans détenir la propriété ou le contrôle de ses centres de décisions stratégiques.

## 1.2. Opérationnalisation du concept

Le concept d'hégémonie financière a été opérationnalisé, en particulier par ces auteurs, avec la notion de centralité dans un réseau social. Ils montrent que les entreprises financières ont plus de liens entre elles que les entreprises non financières et que les entreprises financières sont fortement liées aux entreprises non financières. Selon leur interprétation, les multi-administrateurs sont des intermédiaires qui fonctionnent comme des canaux dirigeant l'information vers le capital financier qui peut réaliser ses décisions d'allocation de manière plus précise. La mesure de centralité qu'ils utilisent est dérivée de celle mise au point par Bonacich (Mintz & Schwartz, 1987, pp. 272–279). Au niveau systémique, une telle configuration de relations forme une structure en centre et périphérie, que l'on peut mettre en évidence par le *blockmodelling* (voir par exemple Gerlach, 1992). Cependant la centralité et le *blockmodel* ne nous semblent pas totalement adéquats pour opérationnaliser le concept d'hégémonie financière pour deux raisons principales :

- l'utilisation de mesures de centralité, simple comme le degré ou complexe comme celle de Bonacich, donne l'impression que le pouvoir est un *attribut* des acteurs comme le capital social, et non pas une *relation* d'interdépendance, dont l'enchaînement forme une « totalité structurée » comme le suggère le concept d'hégémonie financière. Certes, certains travaux utilisent une conception

collective du capital social (Godechot & Mariot, 2004), mais alors il cesse d'être un attribut des acteurs pour devenir une propriété émergente du groupe, résultant de la concaténation de l'ensemble des relations ;

- l'utilisation d'un *blockmodel* présente le défaut inverse. Cette procédure est purement structurale ou morphologique étant donné que, suivant le critère de l'équivalence structurale, les nœuds sont considérés comme occupant la même position s'ils ont le même profil de relations relativement à tous les autres acteurs (White *et al.*, 1976). Manque ici aussi une dimension du concept d'hégémonie financière, celle d'incertitude stratégique qui rend le comportement des acteurs interdépendant (Crozier & Friedberg, 1977, pp. 65–78). Dans certains travaux mêlant analyse stratégique et analyse de réseaux sociaux, la modélisation par blocs est utilisée pour mettre en évidence des niches sociales (Lazega, 2001). Si incertitude il y a, elle provient du processus de travail et n'est pas liée à la forme même du réseau, plus ou moins sensible à la rupture des relations.

Le concept de potentiel disruptif et la notion de vulnérabilité d'un graphe permettent d'allier les critères stratégiques et morphologiques. On peut d'abord s'inspirer de la notion de risque systémique définie comme le risque d'effondrement du système financier global par opposition au risque lié à la disparition d'un ou plusieurs de ses éléments. Ceci provient du fait que le secteur financier, et l'économie dans son ensemble, est un système complexe (Centeno *et al.*, 2015). Cette notion évoque avant tout l'idée de fragilité, d'un ensemble qui peut se fragmenter en de multiples constituants. Contrairement au grand public, les économistes n'ont pas cherché à lier systématiquement cette notion avec le pouvoir des institutions financières. Le type de pouvoir qui exploite le risque systémique peut être appelé « potentiel disruptif » (Perrone, 1983). Au niveau dyadique, il provient de la capacité des banques de rompre une relation de dépendance (Emerson, 1962) – le chantage étant sa forme extrême ou sa « face honteuse » (Crozier & Friedberg, 1977, p. 32). Au niveau systémique il provient de la capacité d'interrompre la circulation d'une ressource critique comme le capital, ou d'endommager définitivement une infrastructure relationnelle comme des chaînes de promesses et de confiance. Cette

capacité est liée à l'occupation d'une position spécifique dans une structure de relations, points de vulnérabilité ou points d'articulation dans le vocabulaire de la théorie des graphes.

Par exemple, Moody et White affirment que la diffusion des méthodes de juste-à-temps dans les usines, en réduisant le *slack* dans le processus de production, a augmenté l'interdépendance des groupes de travail et rendu le système industriel plus vulnérable aux grèves. Pour contrer ce fait, les directions d'entreprise ont construit des redondances dans le système par la délocalisation et la sous-traitance (2003, pp. 121-122). Perrone (1983) montre que, s'il n'y a pas de relation directe entre le potentiel disruptif et la fréquence des grèves, il existe une relation forte et robuste entre ce type de pouvoir et le niveau des salaires. Pour ces raisons, Mitchell affirme que le contrôle par les salarié.e.s des points critiques du système énergétique basé sur le charbon est à l'origine de nombreuses avancées démocratiques au XIX<sup>e</sup> et au début du XX<sup>e</sup> siècles (Mitchell, 2013). Que ce soit pour le capital ou le travail, le pouvoir structurel a les mêmes origines – le potentiel disruptif contenu dans une position vulnérable – et a les mêmes conséquences – la rupture d'un système d'interdépendance et l'interruption d'un cycle de reproduction matériel.

## 2. L'explosion des LBO en France dans les années 2000

Dans cette partie nous présentons le contexte empirique de notre analyse. Après avoir présenté l'objet – les opérations de rachats d'entreprise par endettement – nous analysons la triade qui en forme le cœur et les relations d'interdépendance au sein de celle-ci. Enfin nous mettons en mouvement ce système pour voir comment les LBO ont explosé en France dans les années 2000.

### 2.1. LBO et *private equity*

*Leveraged Buy-Out* est traduit en français par : « acquisition avec effet de levier ». Le LBO est une technique d'acquisition de sociétés avec un montage financier comprenant une part significative de dette. Concrètement, un groupe d'investisseurs achète le capital d'une entreprise en s'en-

dettant auprès d'une banque, essaie d'améliorer sa rentabilité, puis la revend à un autre propriétaire trois ou cinq ans après avec une plus-value. La spécificité de cette technique d'acquisition tient à l'usage de la dette dans le montage qui permet l'autofinancement de l'opération (*bootstrap financing*) et la démultiplication de sa rentabilité (*leverage*). L'autofinancement de l'opération est permis par la mise en place d'une société holding qui regroupe les apports en fonds propres et en dette et qui détient la société cible en tant que filiale. La dette est remboursée par les flux de trésorerie générés par l'activité de la société cible qui verse des dividendes à la holding. Le montant de la dette, bien que variable suivant les positions et l'état du champ d'action, représente en moyenne 75 % du passif de la holding<sup>6</sup>. Limiter l'apport en fonds propres permet de démultiplier la rentabilité de l'opération lors de la vente des titres de la holding à condition que le taux d'intérêt soit inférieur à la rentabilité économique de l'entreprise et en proportion du ratio dette sur fonds propres (Thoumieux, 1999). Selon notre point de vue, les opérations de LBO constituent des instruments de prise de contrôle dont le but est de transformer le mode de régulation de l'entreprise pour « maximiser la valeur actionnariale » (Appelbaum & Batt, 2014).

## 2.2. L'interdépendance des acteurs

Le cœur des opérations de LBO est constitué d'un noyau de trois acteurs (triade), qui possèdent un intérêt *direct* et *durable* dans la bonne marche de l'opération. Décrivons brièvement ces trois catégories d'acteurs en précisant qu'il s'agit de positions et de rôles qu'un individu ou une organisation peut occuper et jouer consécutivement ou simultanément. Les *banquiers* qui sont impliqués dans les opérations de LBO appartiennent généralement à des départements spécialisés dans les financements à effet de levier (*leveraged finance*). Les commerciaux de ces départements sont en contact avec le département de financements structurés de la banque car les créances LBO font souvent l'objet de titrisations. Les *dirigeant.e.s* d'entreprise sont les fondateurs ou les héritiers d'une entreprise à transmettre ou bien les cadres d'une filiale d'un grand groupe qui souhaite s'en désengager. Les cibles sont donc extrêmement hétérogènes

---

<sup>6</sup> Source : Base LBO-2000.

en termes de taille, d'âge et de secteurs, même si elles doivent toutes dégager d'importants et récurrents flux de trésorerie nécessaires au remboursement de la dette contractée pour son acquisition. L'entreprise sous LBO modale est une entreprise de taille intermédiaire industrielle ou du secteur de la distribution dont le siège est parisien et qui opère dans une niche de marché. Les *investisseurs* sont pour la plupart des gestionnaires d'actifs regroupés dans des petites organisations appelées fonds d'investissement ou firmes de *private equity*. Ils sont chargés d'acquérir, de contrôler et de réaliser la plus-value tirée de la vente du capital des entreprises. Nous analysons ces trois rôles au niveau des organisations et non des individus (banques prêteuse, fonds d'investissement et entreprises cibles).

Ces trois acteurs sont dans des relations d'interdépendance étroites, qui sont des relations d'obligations et d'engagement réciproques, contrepartie de l'échange de ressources économiques. Le fort endettement au niveau de la holding, qui est la caractéristique principale du LBO, rend les interactions entre participants « fortement couplées » comme dans une centrale nucléaire et plus généralement dans un système complexe (Perrow, 1999). Ainsi l'entreprise se trouve dans l'obligation de dégager des flux de trésorerie pour faire face à ses échéances de remboursement en versant des dividendes. La direction concoure aux objectifs du fonds d'investissement de manière plus directe encore puisque le second distribue au premier des parts de la société holding pour « aligner les intérêts ». Enfin, fonds et entreprises sont liés aux banques par la promesse du remboursement tandis que ces dernières, si elles sont peu diversifiées, se trouvent « collées » à l'entreprise. Dans ce « jeu d'enfer »<sup>7</sup> où tous les acteurs se lient volontairement les mains, ils n'ont d'autre choix que de respecter les prévisions de rentabilité élevées en rationalisant l'entreprise cible. Si ces prévisions ne se réalisent pas, l'entreprise entre en zone de détresse voire en cessation de paiement de telle sorte que la mécanique de production et d'extraction de valeur se grippe, les intérêts se désalignent et les participants perdent leur mise et doivent enregistrer des pertes.

---

<sup>7</sup> L'expression « jeu d'enfer » est utilisée ici pour traduire l'expression « *deep play* » traduite ailleurs comme « jeu profond » (Foureault, 2014, p. 27-28).

### 2.3. L'explosion des LBO

Les LBO sont nés aux États-Unis dans les années 1960 et se sont implantés en France dans les années 1980 mais ce n'est que dans les années 2000 qu'ils explosent<sup>8</sup>. En France, après l'éclatement de la bulle internet en 2001, les fonds d'investissement se saisissent de certaines opportunités, notamment la baisse des taux d'intérêt et le discrédit de la « nouvelle économie » et la focalisation sur les problèmes de gouvernance, pour se mobiliser vis-à-vis de l'État. L'élargissement du cadre réglementaire offre un environnement particulièrement favorable à l'activité et entraîne un afflux de liquidités impressionnant. Entre 2004 et 2005, en l'espace de seulement un an, les ressources à disposition des fonds d'investissement sont multipliées par cinq pour atteindre plus de dix milliards d'euros en 2005-2008 (Foureault, 2014, p. 160).

La croissance de l'activité a été alimentée par les banques et les cadres dirigeants des entreprises. Une des solutions trouvées par les banques pour faire face à l'accroissement de la régulation internationale est de pratiquer la titrisation qui leur permet d'extraire certaines créances de leurs bilans et afficher des ratios de solvabilités acceptables pour les régulateurs. Cette activité reste faible durant les années 1990 mais explose durant les années 2000 tant aux États-Unis qu'en Europe. Le premier acteur d'envergure à se lancer dans la titrisation des dettes LBO en France est BNP Paribas en 2001, avec l'aide de la banque américaine Morgan Stanley<sup>9</sup>. Les autres grandes banques françaises comme Calyon lui emboîtent ensuite le pas. Les cadres dirigeant.e.s des entreprises entrent aussi dans ce jeu investi de l'imaginaire de l'entrepreneuriat et de l'indépendance. Participer à des opérations aux côtés des fonds d'investissement leur sert notamment à opérer des stratégies d'expansion, moyennant restructuration de certaines activités, en particulier l'acquisition de leurs concurrents. Les systèmes d'incitations et de partage de la plus-value (*management packages*) leur permet de constituer des fortunes rapides. Ainsi, les dirigeant.e.s de *Converteam*, ancienne filiale d'Alstom se partagent, en 2008,

---

<sup>8</sup> Dans Kaplan et Strömberg on trouve que plus de 70 % de l'activité d LBO a été réalisée dans les années 2000, ce qui représente environ deux mille milliards de dollars (2009, p. 8).

<sup>9</sup> *Capital Finance*, n°595, octobre 2001.

700 millions d'euros engrangés en seulement trois ans<sup>10</sup>. Des dirigeant.e.s d'entreprises sous LBO retiennent plusieurs fois l'expérience à la tête de leur entreprise, alimentant le phénomène des LBO successifs, ou bien comme repreneurs d'autres firmes. D'autres montent des clubs pour partager leurs expériences, certain.e.s deviennent des conseillers stratégiques de fonds et quelques-un.e.s deviennent même investisseurs.

L'effervescence collective permet de lever des « mégas-fonds » et de monter des « mégas-opérations » comme celle du fonds américain KKR sur Pages Jaunes. Réalisée en 2006, il s'agit de la plus grosse opération en France puisque l'entreprise est évaluée à plus de six milliards d'euros ; ce fonds d'investissement envisage même à l'époque de racheter Vivendi Universal. Mais l'abondance de ressources attire et intensifie la concurrence. Finalement une dynamique perverse se met en place qui débouche sur une bulle de crédit, dans laquelle les fonds s'endettent massivement pour acheter des entreprises de plus en plus chères (Axelson *et al.*, 2013). En moyenne, en 2006, les entreprises sont évaluées plus de dix fois leur résultat d'exploitation (*Earnings Before Interest Tax, Depreciation & Amortization*, EBITDA) et le montant de la dette représente plus de deux fois celui des fonds propres dans les montages<sup>11</sup>.

### 3. Méthodologie : stratégies et morphologie

Dans cette partie nous exposons notre démarche d'analyse. Les données qualitatives permettent d'identifier les intérêts des acteurs, de reconstruire leurs stratégies et donner un sens à leurs relations. Les données quantitatives permettent de formaliser le système d'interdépendance en plus d'avoir des informations sur la structuration des montages. Les données relationnelles sont analysées avec la méthode du *cohesive blocking*, fondée sur la notion de *k*-cohésion, que nous contrastons avec celle du *blockmodelling* fondée sur la notion d'équivalence structurale.

---

<sup>10</sup> *La Tribune*, « Convertteam, ex-filiale malade d'Alstom, a réussi un redressement spectaculaire », 25 juin 2008.

<sup>11</sup> Source : base LBO-2000.

### 3.1. Données

Pour étudier l'évolution du marché du LBO et montrer les effets de l'hégémonie financière nous utilisons une méthodologie mixte (Lemerancier *et al.*, 2013). Celle-ci allie les avantages des méthodes qualitatives, qui permettent, en prenant le point de vue de l'acteur, de reconstruire ses raisons d'agir, et les avantages des méthodes quantitatives, qui permettent, en prenant le point de vue de la totalité, de reconstruire son contexte d'action. L'utilisation de deux types de données indépendantes permet aussi de valider certains constats par recoupement. Les données qualitatives sont issues de l'analyse d'articles de la presse économique et professionnelle couvrant la période des années 1980 à 2010 avec une focalisation sur les années 2000 et complétées par la lecture des manuels et de la littérature grise (environ mille documents). Il s'agit en particulier de la lettre *Capital Finance* et du journal *Private Equity Magazine* ainsi que divers articles de journaux comme *Le Monde*, *Le Figaro*, *Les Échos*, *La Tribune*, *Décideurs*, *Banque Magazine*, *AGEFI*, *Option Finance*... Grâce à cette analyse documentaire, nous pouvons identifier les préférences, les désirs et les intérêts des acteurs (la « volonté hégémonique ») pour dégager des stratégies et leur évolution avant et après la crise de 2007-2008. Nous pouvons aussi donner du sens aux relations formalisées par l'analyse de réseaux sociaux et aux rapports de force cristallisés dans les grandeurs économiques.

Les données quantitatives sont issues du dépouillement de *Capital Finance* qui répertorie les principales opérations en France. Nous avons constitué une base de données appelée Base LBO-2000 de laquelle on peut tirer des informations sur les caractéristiques des entreprises cibles, des séries temporelles sur les montages et des données relationnelles sur les acteurs qui ont participé à ces opérations (Foureault, 2014, pp. 369–374). Cet article ne retient que les caractéristiques des montages et les réseaux de participation pour les années 2006 et 2009. Les données relationnelles sont des matrices d'affiliation entre des acteurs et des événements, multipliées par leurs transposées pour aboutir à des matrices de co-affiliation qui comptent le nombre d'événements auxquels les acteurs ont participé conjointement (Breiger, 1974). Les acteurs considérés sont des organisations: les fonds d'investissement, les banques prêteuses et les entreprises cibles (la triade) ; les événements sont les opérations de 2006 et 2009.

Un point est important à mentionner. Nous avons stratifié l'échantillon par la taille des opérations pour que chaque segment de marché soit représenté de manière égale. En effet, les opérations de petite taille sont beaucoup plus fréquentes ce qui entraîne une surreprésentation des petits fonds d'investissement dans les matrices d'affiliation et surévalue leur degré dans les matrices de co-affiliation. L'inflation artificielle du degré de certains acteurs est un problème commun, même si peu examiné, lorsque les acteurs ont des taux de participation très inégaux (Borgatti & Halgin, 2011; Wasserman & Faust, 1994, chapitre 8). Dans notre cas, cela conduit à des résultats ayant peu de sens empiriquement. Des petits fonds opérant à l'échelle régionale apparaissent comme très centraux (voire les plus centraux si l'on n'observe que le réseau des fonds) du fait de leur modèle d'affaires qui consiste à acheter un grand nombre de petites entreprises faiblement contrôlées. Cela ne reflète pas leur importance réelle car ils ont une faible puissance financière et un impact relatif sur les entreprises. À l'inverse, les plus grands fonds – qui disposent de ressources considérables – voient leur centralité diminuée car, dans le même laps de temps, ils achètent moins d'entreprises, mais des plus grosses et qu'ils contrôlent étroitement<sup>12</sup>. Autrement dit et en termes techniques, les petits fonds ont une fréquence d'activité ou un taux de participation beaucoup plus importants que les grands fonds opérant à l'échelle nationale et internationale. Pour avoir une mesure des relations entre acteurs qui soit indépendante du taux de participation aux opérations, une première solution *ex post* consiste à normaliser les matrices de co-affiliation à l'aide par exemple du coefficient de Jaccard (Borgatti & Halgin, 2011) ou à l'aide d'*odds ratios* (Wasserman & Faust, 1994, p. 323-324). Cette solution permet de diminuer le degré des petits acteurs et l'intensité de leurs relations, mais ne résout pas le problème de leur sur-sélection. Cela nous a conduit à choisir une deuxième solution *ex ante*, en tirant de manière aléatoire le même nombre d'opérations de petite, moyenne et grande taille. Grace à

---

<sup>12</sup> Un exemple permettra de fixer les idées. Sans correction, le réseau accorde une place centrale à BNP développement, qui opère au plan régional, comparé à Axa PE. Pourtant, BNP Développement ne gère que 200 millions d'euros alors qu'Axa PE, dont on peut affirmer qu'elle domine le champ français, gère 14 milliards d'euros. La plus grande centralité (en termes de degré) de BNP développement vient de ce que son taux de participation est beaucoup plus élevé : ce fonds réalise 50 opérations par an contre 3 à 5 pour Axa PE.

cette solution, les taux de participations sont égaux et le nombre d'acteurs régionaux présents diminué<sup>13</sup>.

En plus de ces problèmes méthodologiques, les réseaux unimodaux issus de réseaux bipartis sont souvent considérés, à juste titre, comme pauvres en informations relativement aux réseaux d'échanges qui sont généralement orientés et multiplexes (Lazega, 2007, p. 24). Nous examinons un tel réseau ailleurs (Foureault, 2018). Nous ne disposons malheureusement pas de telles données, difficiles à récolter, en longitudinal. Ici il ne faut pas interpréter les relations de nos réseaux de manière « réaliste » comme l'échange observable d'une ressource, mais plutôt de manière « constructiviste », comme le relevé des traces d'un système d'interdépendance inobservable dans la réalité mais existant dans un espace théorique grâce auquel on peut rendre compte, de manière stylisée, de faits empiriques disparates. Ces données de réseaux permettent d'analyser le « potentiel hégémonique » de chaque catégorie d'acteur. Enfin, les caractéristiques des montages permettent de décrire l'évolution des grandeurs économiques entre 2006 et 2009 que nous considérons comme l'expression de rapports de force entre les fonds d'investissement, les banques prêteuses et les entreprises cibles – donc comme constituant les « effets hégémoniques ».

### 3.2. Cohésion structurale et *cohesive blocking*

Les données relationnelles permettent d'évaluer le potentiel hégémonique dont on a dit qu'il était sans doute mieux approché par l'idée de potentiel disruptif. Une méthode d'analyse appelée *cohesive blocking* permet de modéliser un réseau suivant le critère de vulnérabilité d'un graphe en certains de ses points. Cette méthode, développée par Douglas White et ses collègues (Brudner & White, 1997 ; Moody & White, 2003 ; White & Harary, 2001 ; White & Newman, 2001) est relativement peu utilisée comparé au *blockmodel* et ne l'a jamais été, à notre connaissance, dans une publication en français. Moody et White (2003) offrent une présentation et

---

<sup>13</sup> Les données de l'échantillon sont contenues dans le fichier « Foureault\_2018\_dataset.txt » et l'analyse dans le script R « Foureault\_2018\_script.R ».

deux illustrations de la méthode<sup>14</sup>. Grâce à celle-ci, ils espèrent donner une définition précise et mesurable du concept de « cohésion sociale » en s’inspirant de la notion de solidarité sociale chez Durkheim et de la distinction essentielle entre dyade et triade chez Simmel<sup>15</sup>.

En première approximation, un groupe est cohésif dans la mesure où les relations entre les membres les font tenir ensemble. Les notions, purement structurales et issues de la théorie des graphes, de vulnérabilité et son contraire, celle de connectivité, permettent de préciser cette définition (Mayhew, 1980, pp. 341–344). La connectivité d’un graphe en certains de ses points (nœuds) est définie comme le nombre minimal de nœuds qu’il est nécessaire d’enlever pour déconnecter un graphe en plusieurs composantes – ou obtenir un graphe avec un seul nœud (White & Harary, 2001, p. 322). Ces nœuds sont appelés des points d’articulation (*cutpoints* ou pour l’ensemble, *cutsets*). Le niveau de cohésion structurale d’un groupe est donc égal au nombre minimal  $k$  d’acteurs qui le déconnecteraient s’ils devaient partir (Moody & White, 2003, p. 109). Le niveau de cohésion structurale définit des groupes  $k$ -cohésifs. Le théorème de Menger montre que cette définition de la cohésion, fondée sur l’idée de résistance à la disparition d’un nœud, est équivalente à une autre définition, fondée sur l’existence de multiples connexions possibles entre deux nœuds. Dans cette deuxième définition, la cohésion structurale d’un groupe est égale au nombre minimal  $k$  de chemins distincts entre deux nœuds (Moody & White, 2003, p. 109). À mesure que la connectivité d’un groupe augmente, sa vulnérabilité envers l’action unilatérale d’un acteur décroît. Il apparaît que la « cohésion structurale » est plus pertinente pour approcher le concept de cohésion que les mesures de densité notamment (White & Harary, 2001, pp. 327–329). Moody et White ont conçu un algorithme, implémenté dans le package *igraph* de R, qui permet d’identifier le niveau de connectivité d’un graphe, de hiérarchiser des sous-graphes suivant leur niveau de connectivité, et d’attacher un niveau de connectivité à un nœud. La procédure consiste à enlever les  $k$  points d’articulation une fois calculé le niveau de connectivité  $k$ , puis de répéter cette action sur le sous-graphe

---

<sup>14</sup> Pour une présentation plus technique on pourra se référer à White et Harary (2001).

<sup>15</sup> Pour une modélisation statistique et non pas algorithmique des réseaux s’appuyant aussi sur la notion de triade voir Brailly *et al.* (2017).

qui en résulte et ainsi de suite jusqu'à ce qu'il ne soit plus possible de fragmenter le graphe (Moody & White, 2003, pp. 123–124).

Cette méthode est similaire en même temps qu'elle diffère de plusieurs manières de la modélisation par *blocks*. De même que le *blockmodelling* formalise de manière élégante et pertinente les notions structuralistes de positions et de rôles par l'algèbre relationnelle (Wasserman & Faust, 1994), le *cohesive blocking* formalise les notions durkheimiennes évanescentes de cohésion ou de solidarité par la théorie des graphes. La procédure possède des avantages et des inconvénients par rapport aux procédures traditionnelles fondées sur l'équivalence structurale. L'avantage est que les nœuds peuvent appartenir à plusieurs groupes structurellement cohésifs qui peuvent ainsi se recouvrir<sup>16</sup> ; les désavantages étant, avec l'algorithme actuel, la non prise en compte des relations orientées et le temps de calcul élevé. Même si ces deux méthodes sont complémentaires et peuvent s'appliquer à tous types de données et d'objets, on peut noter les affinités qu'elles entretiennent avec des domaines de la sociologie économique. Le *blockmodelling* conviendrait mieux à la sociologie des marchés, puisque ces arènes de compétition peuvent être définies par l'ensemble des acteurs qui achètent ou qui vendent aux mêmes acteurs dont ils sont respectivement fournisseurs ou clients (White, 1981). Le *cohesive blocking* conviendrait mieux à la sociologie des élites, en ce que l'inclusion des nœuds permet de définir un degré d'attachement ou de responsabilité au sein d'un groupe (Moody & White, 2003, pp. 116–119) ou bien de formaliser une hiérarchie de statut (Padgett, 2010).

#### 4. L'hégémonie financière dans le champ du LBO

Cette partie présente les résultats de notre analyse. Nous montrons tout d'abord que les banques sont les plus centrales dans le système d'interdépendance mais qu'elles occupent aussi les positions les plus vulnérables comparées aux fonds d'investissement et aux entreprises cibles. Au pic du LBO en France, le système a une structure de cliques faiblement hiérarchisées (cœur multiple). La crise financière de 2007-2008 a eu pour effet de changer dramatiquement les attitudes des acteurs, les relations de

---

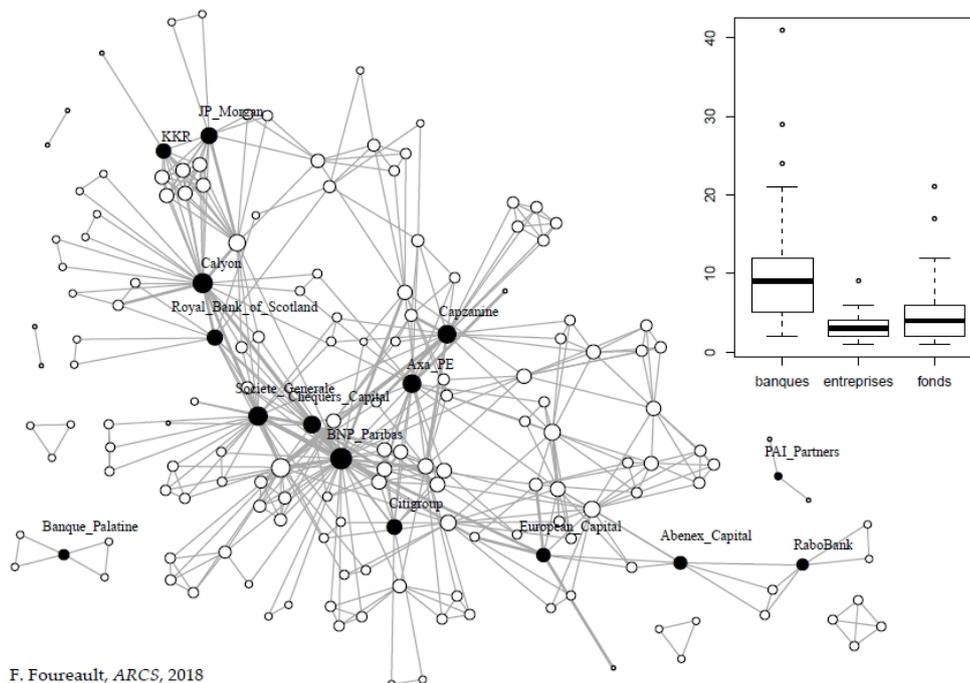
<sup>16</sup> Cependant, c'est aussi le cas pour les récents *blockmodels* stochastiques (Nowicki & Snijders, 2001).

pouvoir et la morphologie du champ. Les banques ont pu imposer leurs conditions sur les entreprises et les fonds d'investissement et ainsi affirmer leur hégémonie ce qui est indiqué par l'évolution des grandeurs économiques de 2006 à 2009. La diversification des créances a eu pour effet de faire évoluer la structure du système d'interdépendance vers une plus grande cohésion et hiérarchisation. Les conséquences de cette évolution du point de vue du risque systémique sont néanmoins ambiguës.

#### 4.1. La texture de l'hégémonie en 2006

La projection du réseau de participation aux mêmes opérations de LBO permet de reconstituer les traces du système d'interdépendance tel qu'il se dégage en 2006. On constate sans surprise que les banques sont plus centrales que les entreprises non financières, conformément à la littérature sur l'hégémonie et le capital financier. Elles sont aussi plus centrales en termes de degré que les fonds d'investissement (Figure 1, en haut à droite).

Figure 1 : Points d'articulation en 2006



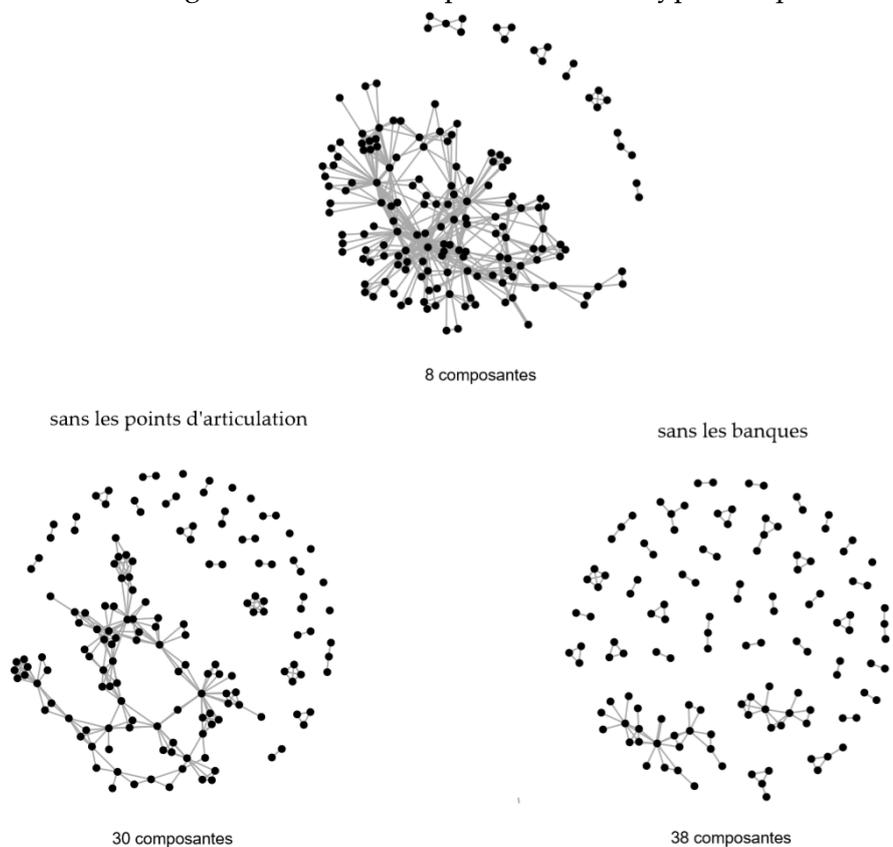
La moitié des banques entretient plus de neuf relations, contre quatre pour les fonds et trois pour les entreprises. Quatre banques sont particulièrement centrales : BNP Paribas domine avec 41 liens, puis Calyon avec 29 liens et la Société Générale et le Crédit Agricole avec 21 liens<sup>17</sup>. Les banques constituent donc bien le cœur du système tandis que les entreprises sont à la périphérie.

Comme nous l'avons affirmé dans la section 1, le concept d'hégémonie financière est sans doute mieux approché par l'idée de potentiel disruptif attaché à une position, ce qui peut être identifié par le concept mathématique de point d'articulation. Il existe 15 points d'articulation dans ce réseau, coloriés en noir, dont 10 sont occupés par des banques (Figure 1). Il s'agit de : RaboBank, European Capital, Royal Bank of Scotland, Capzantine, Société Générale, J.P. Morgan, Citigroup, Calyon, BNP Paribas, Banque Palatine. Il est intéressant de noter que Lehman Brothers, bien que présent dans le champ du LBO français, n'occupe pas de position vulnérable dans ce réseau. Les banques ont plus de chances d'être situées à ces places stratégiques (32 % d'entre elles) que les fonds d'investissement (8 %) ou les entreprises (0 %). Le potentiel disruptif varie donc de manière systématique suivant la catégorie d'acteur et est concentré par une petite partie des banques. La Figure 2 montre le réseau dans son état réel et dans deux états hypothétiques. Nous nous sommes inspirés, de manière très générale, des études sur les forces et les faiblesses des réseaux techniques, en particulier de leur vulnérabilité aux accidents et aux attaques aléatoires ou ciblées (Albert *et al.*, 2000).

---

<sup>17</sup> Nous avons distingué Calyon, banque d'investissement du Crédit Agricole, du Crédit Agricole lui-même étant donné la division du travail au sein du groupe : Calyon s'occupe des grandes transactions tandis que les petites opérations sont réalisées par les caisses régionales du Crédit Agricole.

Figure 2 : Réseau complet et réseaux hypothétiques



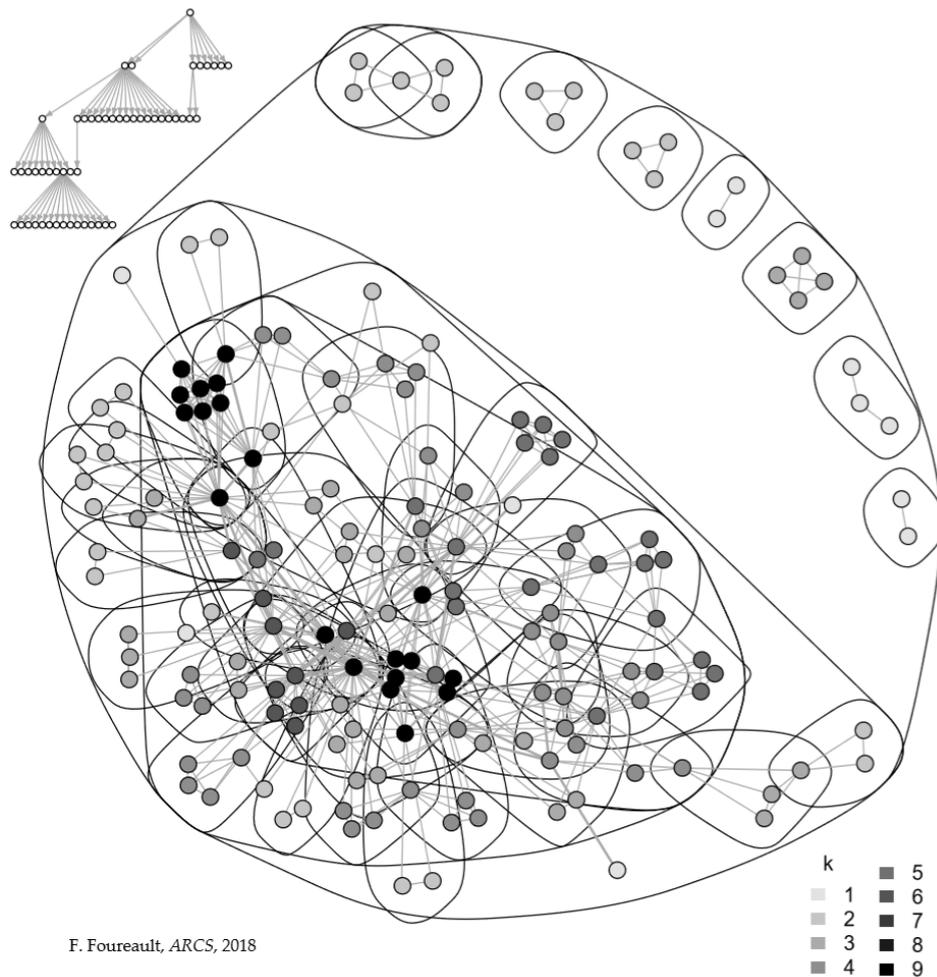
F. Fourault, ARCS, 2018

Dans la Figure 2 en bas à gauche, les points d'articulation sont enlevés ce qui a pour effet d'augmenter la vulnérabilité et corrélativement de diminuer la cohésion du réseau puisque le nombre de composantes connexes passe de 8 à 30. La figure 2 en bas à droite, où l'on a enlevé les banques, illustre un état de plus grande fragmentation encore puisque ce réseau est formé de 38 composantes, majoritairement des dyades et des triades. Cette figure illustre la menace que fait peser le retrait ou la disparition des banques pour la circulation du capital et la solidité du système d'interdépendance.

La méthode du *cohesive blocking* permet de poursuivre cette analyse de manière plus systématique en dégagant, à partir de ce critère, la structure d'ensemble du réseau, en particulier les recouvrements, l'emboîtement et la hiérarchisation des sous-groupes cohésifs. La Figure 3 donne une représentation du réseau avec l'identification des groupes structurellement

cohésifs et l'arbre qui hiérarchise ces groupes selon leurs relations d'inclusion.

Figure 3 : Cohésion structurale en 2006



La structure est composée de 53 *blocks*, qui correspondent *grosso modo* à des opérations, dont 15 forment un cœur. La structure est faiblement hiérarchisée puisque 44 % des acteurs appartiennent au cœur multiple. Le niveau de connectivité de ce réseau est de  $9^{18}$ . À ce niveau d'encastrement

---

<sup>18</sup> Ce chiffre de 9 diffère du nombre de points d'articulation (15) pour la raison probable suivante. L'algorithme de Moody et White exclut l'identification de

on trouve deux groupes qui ont montés les « méga-deals » sur les entreprises Pages Jaunes et TDF, centrés sur Calyon et BNP Paribas respectivement, alliées à des banques étrangères notamment de Wall Street (Bank of America, Goldman Sachs, J.P. Morgan et Lehman Brothers d'une part ; et Citigroup, Merrill Lynch et Morgan Stanley d'autre part). Les nœuds sont en moyenne encastrés dans des groupes 4-cohésifs. Tous ces éléments indiquent bien que les banques disposent d'un fort potentiel hégémonique dont elles peuvent se servir pour imposer leur volonté hégémonique dans certaines circonstances.

#### 4.2. L'implosion en 2007 et 2008

L'examen des sources documentaires montre qu'un jeu spécifique caractérise la période des années 2000. Les directions des entreprises cèdent le contrôle aux fonds d'investissement en échange de pouvoir racheter leurs concurrents ; les directions donnent des garanties – les actifs de l'entreprise mis en gage – aux banques en échange de leur confiance ; les banques acceptent de prêter aux fonds et aux entreprises en vue de titriser les créances. Si l'on combine ce fonctionnement avec l'analyse morphologique, on se rend compte que la solidité de ce système d'interdépendance repose presque entièrement sur la possibilité, pour les banques, de transformer les créances LBO – y compris sur des PME régionales – en titres négociables sur les marchés internationaux et dominés par Wall Street. Or c'est cette dynamique qui s'est brisée en 2007 et 2008 par contrecoup de l'éclatement de la bulle hypothécaire aux États-Unis<sup>19</sup>.

Durant les années 2000, les relations de pouvoir deviennent plus équilibrées entre les entreprises, les fonds d'investissement et les banques, ce

---

sous-graphe « triviaux » comme, par exemple, ceux qui résulteraient de la rupture de *PAI Partners* (Figure 1) : malgré sa vulnérabilité, la chaîne de trois nœuds est identifiée comme formant un seul groupe et non pas trois singletons (Figure 3).

<sup>19</sup> Il est inexact de qualifier la crise financière de 2007-2008, et la « grande récession » de 2009 qui en résulte, de « crise des *subprimes* » puisque c'est l'ensemble du système financier qui était fragilisé par l'endettement (cela revient à confondre l'élément déclencheur avec la cause profonde). L'existence d'une bulle est, dans cet article, postulée et non pas démontrée. Pour une tentative de démonstration, on pourra se reporter à Foureault (2014, chapitre 2).

qui contribue à relâcher les conditions du crédit, à faire s'envoler les prix des cibles et la rémunération des acteurs, en particulier les directions d'entreprises. À cette période un banquier estime que les banques se livrent une forte concurrence pour prêter aux fonds : « *il y a plus de spécialisation mais aussi plus de rapidité, moins de discernement... Les due diligence [processus de vérification des comptes et d'analyse du risque] sont bouclées en quelques jours, pour satisfaire à la syndication bancaire. Les offres se font sur des business plan dans un contexte de forte concurrence. Il y a l'envie d'être le premier dès que l'on sait que PAI ou Eurazéo [grands fonds français] regardent le dossier.* »<sup>20</sup>. Rétrospectivement un autre banquier estime que « *dans un contexte concurrentiel, ce sont plutôt les prêteurs qui se soumettaient aux conditions (de levier, d'analyse des risques, d'innovation hasardeuses) imposées par les fonds d'investissement* »<sup>21</sup>. Cette situation alimente des régimes de cavalerie dont il est difficile d'évaluer l'ampleur. Sans aller jusqu'à dire que l'hégémonie financière est remise en cause, on peut dire qu'elle est substantiellement entamée. Au début 2007, le champ du LBO est calme et semble fonctionner en « *régime de croisière* » malgré son importante et croissante fragilité et l'accumulation des avertissements. Laurent Chenain, un banquier de Calyon, estime que « *tous les clignotants sont au vert* » malgré l'envolée des leviers d'endettement<sup>22</sup>.

Un ou deux mois seulement après ce qu'affirme Laurent Chenain, la fin de la période d'exubérance est stoppée. À l'été 2007, le champ du LBO français est sous le choc de la crise des crédits hypothécaires *subprime*. Dès 2006, les ménages américains commencent à être massivement défaillants, ce qui provoque la baisse des notations des produits structurés qui les soutiennent et des dépréciations des bilans des banques qui se les échangent. Le 9 Août 2007, BNP Paribas décide de geler les retraits d'un de ses fonds liés aux crédits *subprime*. Cette action est généralement prise pour l'élément déclencheur de la crise. Mais ces dépréciations impactent aussi les produits structurés dans lesquels sont titrisés tous les types de dettes dont les créances LBO. À la baisse de la valeur de ces produits qui mettent en difficulté les banques, il faut ajouter l'incertitude sur l'étendue des

---

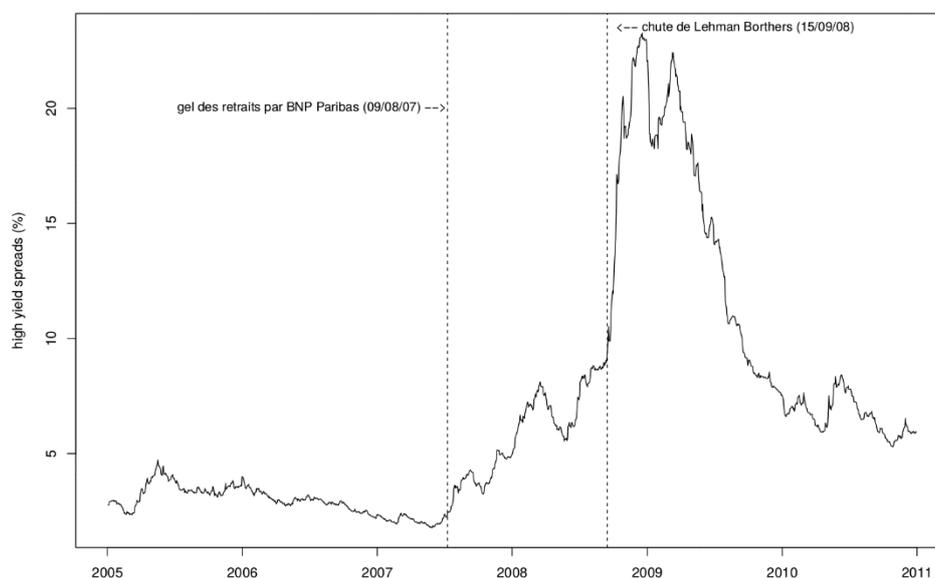
<sup>20</sup> Michel Chevalier et Dominique Langlois, *Private Equity et management des entreprises*, Economica, Paris, 2010, p. 25.

<sup>21</sup> *Private Equity Magazine*, n°28 septembre 2007, p. 13.

<sup>22</sup> *La Tribune*, « Laurent Chenain surfe sur la vague de la dette LBO », mai 2007.

perles et du risque. Dès juin 2007, les acteurs bancaires se retirent du marché de la titrisation qui se ferme complètement en août 2007 suite à la décision de BNP Paribas. Comme le débouché principal des dettes sur les gros LBO est le marché de la titrisation, il s'ensuit que les gros LBO sont touchés<sup>23</sup>. Mais les LBO plus petits sont touchés aussi indirectement par le renchérissement brutal du coût de la dette comme le montre la Figure 4. Elle décrit l'évolution de la prime de risque sur les prêts LBO, mesurée par l'écart entre le taux des obligations à haut rendements et le taux sans risque (*High-Yield spreads*).

Figure 4 : Prime de risque sur les prêts LBO



Pour un éditeur, « exit donc le temps du "80% de dette à 4%", pas mécontents pour certains que la fin de la partie ait été sifflée par une crise sur les subprimes et non pas sur les LBO défaillants »<sup>24</sup>.

<sup>23</sup> *Capital Finance* évoque le fait que 60 % de ces LBO trouvaient une issue dans la titrisation (Hors-série, décembre 2007).

<sup>24</sup> *Private Equity Magazine*, n°28, septembre 2007, p. 3.

Cette situation crée un climat d'attentisme généralisé dans le champ du LBO, même si les investisseurs se veulent optimistes car ils estiment que la crise sera passagère en raison du caractère autorégulateur du marché. Pour Gonzagues de Blignères, de Barclays PE, le scénario catastrophe serait celui dans lequel deux ou trois LBO tournent mal ou bien dans lequel il se produirait un retournement de conjoncture. Dans ce cas-là, il n'y aurait tout simplement plus de prêts pour faire tourner la machine : « *sincèrement, pour que tout le monde retrouve la rentabilité, il faut accepter d'en perdre un peu maintenant. Si on n'accepte pas tous, y compris les managers, cela ne reviendra jamais. [...] Il faut absolument que le flux continue à tourner, pour les banquiers comme pour les fonds* »<sup>25</sup>.

Dès 2007, des *deals* importants étaient « *dans l'impasse* »<sup>26</sup>. En juillet 2008, Moody's estime que les défauts d'entreprises sous LBO vont augmenter de 1 % à 3 %<sup>27</sup>. Le 15 septembre 2008 la crise financière devient systémique avec la chute de *Lehman Brothers* (Figure 4). En décembre, on apprend qu'au moins 50 à 75 % des entreprises sous LBO évolueraient en deçà de leurs objectifs initiaux ce qui les place en « zone grise » ou zone de risque<sup>28</sup>. L'année 2009 est l'année la plus noire puisque la crise financière se transforme en « grande récession » ce qui fait entrer les entreprises sous LBO en « zone de détresse » et accule les plus fragiles au dépôt de bilan. L'incertitude sur le montage des opérations, maîtrisé par les banques, se transforme en incertitude sur le devenir des entreprises sous LBO. Selon Olivier Legrain, dirigeant de l'entreprise Matéris, elle-même en difficulté : « *certaines entreprises ne vont pas respecter les covenants bancaires [conditions imposées par le créancier] et ne pourront pas rembourser leurs dettes. Personne ne sait encore quelle sera la politique des banques [...] Théoriquement, quand les covenants ne sont pas respectés, les banques peuvent transformer leur dette et devenir actionnaires référents des entreprises. Mais est-ce toujours leur intérêt ? Ce qui est sûr, c'est qu'approximativement 200 milliards*

---

<sup>25</sup> *Capital Finance*, Hors-série, décembre 2007, p. 20.

<sup>26</sup> *Private Equity Magazine*, n°28, septembre 2007, p. 3.

<sup>27</sup> *Capital Finance*, Hors-série, juillet 2008. En réalité, ils ont pu atteindre jusqu'à 16%.

<sup>28</sup> *Capital Finance*, Hors-série, juillet 2008.

*d'euros se promènent aujourd'hui en Europe dans le LBO. Cela devient un problème global... »<sup>29</sup>.*

### 4.3. L'asymétrie fermement rétablie en 2009

Devant la crise systémique et la menace d'effondrement du système financier global, les banques ont réagi en imposant leurs préférences aux fonds d'investissement et aux entreprises ce qui a eu pour effet de rétablir la forte asymétrie de pouvoir caractérisant l'hégémonie financière. Pour montrer que les banques ont pu actualiser leur potentiel hégémonique, nous allons comparer des grandeurs économiques entre 2006 et 2009 que nous considérons comme l'expression des rapports de force entre les banques, d'un côté, et les fonds d'investissement alliés aux directions d'entreprises, de l'autre. Notre hypothèse principale est que ces grandeurs ont été renégociées à la baisse<sup>30</sup>.

Il faut d'abord déterminer le changement d'attitude des banques. En 2007, elles commencent à devenir plus exigeantes. Par exemple un banquier déclare de manière péremptoire que « *seuls les LBO qui ont adopté des ratios d'endettement raisonnable éviteront les déconvenues. [Pour les entreprises moyennes], à moins de 5 fois l'EBITDA, on ne risque rien.* »<sup>31</sup> La chute de Lehman Brothers, impacte directement le marché du LBO en France puisque la banque n'avait pas pu financer le rachat de la filiale d'Alstom, Conwerteam, et a dû être remplacé par Royal Bank of Scotland<sup>32</sup>. En 2008 les banques ferment complètement leurs robinets : « *exit les jours heureux où l'on puisait – semble-t-il – dans des réservoirs sans fond. À l'heure des comptes, les mauvaises nouvelles se succèdent. Après Bear Stearns, c'est au tour de Lehman Brothers de subir les affres de la déroute. [...] Voilà qui ne servira pas les intérêts du LBO. Au-delà de 150 millions d'euros de valorisation, seules les en-*

---

<sup>29</sup> Michel Chevalier et Dominique Langlois, *Private Equity et management des entreprises*, Economica, Paris, 2010, p. 189.

<sup>30</sup> D'où notre utilisation de tests unilatéraux dans le Tableau 2. Formellement,  $H_0 : \mu_{2006} = \mu_{2009}$  et  $H_a : \mu_{2006} > \mu_{2009}$ .

<sup>31</sup> *Capital Finance*, n°853, septembre 2007, p. 1.

<sup>32</sup> *Capital Finance*, n°921, décembre 2009, p. 1.

treprises irréprochables, à l'instar de Converteam, séduisent les banquiers prêteurs. »<sup>33</sup> Cette citation d'un investisseur illustre quelle attitude, interprétée comme du chantage, les banques peuvent adopter pour imposer leur volonté sur les fonds et les entreprises en menaçant de rompre la relation de crédit : « aujourd'hui, nombre de banquiers cherchent à sortir du pool dès qu'une occasion se présente. Qu'ils décident de ne pas financer de nouveaux dossiers, nous pouvons le comprendre, mais pas qu'ils mettent en péril le développement des entreprises, en refusant de financer [une acquisition] par exemple, alors même que le [fonds d'investissement] remet [des fonds propres]. »<sup>34</sup> Lors d'un entretien pour la presse spécialisée, Laurent Chenain (Calyon) résume bien le renversement du rapport de force dû notamment à une meilleure coordination entre les banques :

« Q : le rapport de force, un peu à l'avantage des [fonds d'investissement] ces dernières années, a-t-il évolué ?

Laurent Chenain : Disons qu'il s'est rééquilibré : les covenants ont été renforcés. Surtout, les banquiers se parlent beaucoup plus et travaillent en meilleure coordination avec les [fonds d'investissement] pour monter des [deals partagés] le plus en amont possible. Un travail important est systématiquement entrepris afin de réduire le risque de syndication... [...] Nos équipes travaillent plus (à l'étude du dossier et à la constitution du tour de table bancaire), tout en partageant également plus les commissions d'arrangement avec les autres banques avec qui nous sommes associés et en reversant des commissions de syndication également plus significatives aux banques participantes. »<sup>35</sup>

Du point de vue des grandeurs économiques, les banques ont tout d'abord exigé une plus grande prime de risque pour monter des opérations (cf. Figure 4) de telle sorte que leur nombre a particulièrement chuté : notre échantillon passe de 63 à 15 opérations soit une baisse de 76 %.

---

<sup>33</sup> *Capital Finance*, n°899 septembre 2008.

<sup>34</sup> *Capital Finance*, Hors-série, décembre 2008, p. 54.

<sup>35</sup> *Private Equity Magazine*, n°38 septembre 2008, p. 27.

Seules des opérations plus petites ont pu se monter et les méga-deals ont été éliminés. La valeur moyenne des opérations passe en effet de 576 millions d'euros à 57 millions d'euros de 2006 à 2009 (Tableau 1). La proportion de « méga-deals » passe de 22 % à 0 % tandis que la proportion de « micro-deals » passe de 14 % à 33 %.

Tableau 1 : évolutions morphologiques et économiques entre 2006 et 2009

|                                    | 2006   | 2009  | Test de Student |
|------------------------------------|--------|-------|-----------------|
| Degré des banques (médiane)        | 9,00   | 13,50 | -               |
| Points d'articulation (%)          | 9,09   | 5,63  | -               |
| Connectivité du graphe             | 9,00   | 15,00 | -               |
| Nombre d'opérations                | 63,00  | 15,00 | -               |
| Mega-deals (%)                     | 24,13  | 0,00  | -               |
| Micro-deals (%)                    | 13,79  | 21,27 | -               |
| Valeur moyenne (m€)                | 781,97 | 87,35 | p<0,001         |
| Multiple moyen (prix/EBITDA)       | 12,47  | 6,52  | p<0,001         |
| Levier moyen (dette/fonds propres) | 3,02   | 1,16  | p<0,001         |
| Capital à la direction moyen (%)   | 27,81  | 31,12 | p=0,77          |

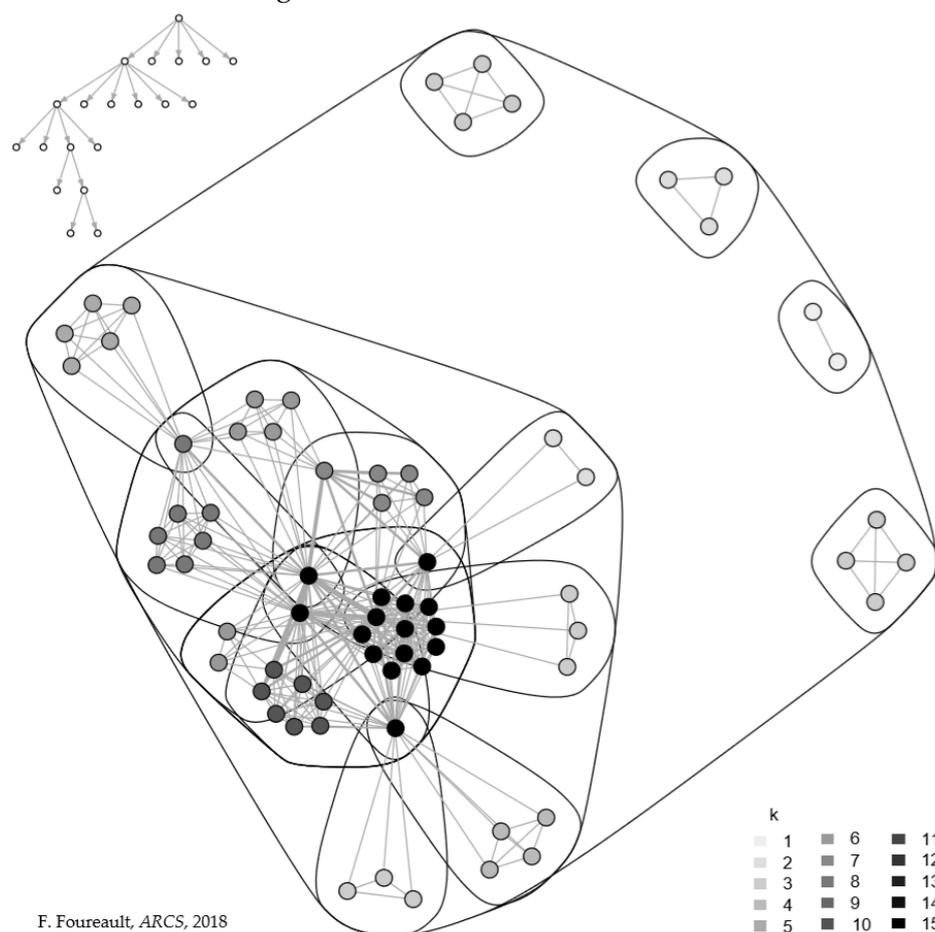
Les fonds d'investissement ont été forcés de prendre des risques moindres sur les nouvelles opérations, puisque les valorisations moyennes passent de 11 fois l'EBITDA de la cible à 7 fois l'EBITDA. surtout, les leviers d'endettement diminuent, puisque le montant de la dette représente 2,6 fois les fonds propres en 2006 et seulement 1,2 fois en 2009 (des montages à quasiment 50 % de dette et 50 % de fonds propres). Enfin, les banques ont pu prendre le contrôle des entreprises les plus fragiles en évinçant les dirigeant.e.s et mêmes les fonds actionnaires. C'est le cas par exemple de la société d'imprimerie CPI dont un pool bancaire, mené notamment par Royal Bank of Scotland et Fortis, prend le contrôle<sup>36</sup>. Ces actions sont généralement interprétées comme des preuves tangibles de l'hégémonie des banques dont le pouvoir est indirect et qui n'intervient dans le fonctionnement de l'entreprise qu'en dernier recours (Mintz

<sup>36</sup> *La Tribune*, « LBO : quand les fonds subissent la loi des banquiers », 10 novembre 2009.

& Schwartz, 1987, chapitres 4 et 5). Elles ne se traduisent cependant pas par une baisse de la proportion du capital de l'entreprise aux mains des dirigeant.e.s comme le montre le Tableau 1 (dernière ligne). Ce résultat est peut-être mécaniquement dû à la plus forte proportion d'opérations sur des petites entreprises.

Du point de vue de leurs relations mutuelles, la principale réaction des banques a été de minimiser les risques nouveaux en diversifiant leurs créances. La construction de redondances dans le système d'interdépendance a eu pour effet de changer sa morphologie assez substantiellement comme le montre le *cohesive blocking* sur le réseau de 2009.

Figure 5 : Cohésion structurale en 2009



Le système ne s'est pas fragmenté en dépit de la disparition définitive du nœud « Lehman Brothers » mais, au contraire, est devenu beaucoup plus cohésif et hiérarchique. La connectivité du réseau est passée de 9 à 15 et les nœuds sont encastrés, en moyenne, dans des *7-blocks* (contre des *4-blocks* en 2006)<sup>37</sup>. Les deux *blocks* situés au sommet de la hiérarchie sont tous les deux composés des grandes banques françaises BNP Paribas, CIC, Crédit Lyonnais et Natixis. Cette évolution a des implications ambiguës quant au risque systémique. L'avantage de cette structure émergente est que chaque banque devient moins vulnérable à la défaillance d'une entreprise donnée, mais le désavantage est que la plus grande interconnexion rend le système plus vulnérable aux grands chocs (Acemoglu *et al.*, 2015). Quoi qu'il en soit, la compression des grandeurs économiques et le changement dans la structure du système d'interdépendance montrent que les banques ont pu réaffirmer leur hégémonie dans le champ du LBO suite à la crise de 2007-2008.

## Conclusion

Dans cet article nous avons proposé d'opérationnaliser le concept d'hégémonie financière par la notion de vulnérabilité d'un graphe et nous avons illustré la méthode du *cohesive blocking* par l'évolution du marché du LBO avant et après la crise de 2007-2008. Plutôt que par la centralité, l'hégémonie financière est sans doute mieux approchée par l'idée de potentiel disruptif contenu dans une position vulnérable. La méthode du *cohesive blocking*, fondée sur le concept de cohésion structurale ou *k*-cohésion, permet de modéliser un graphe selon ce critère. L'examen du système d'interdépendance formé par les opérations de LBO entre 2006 et 2009 montre que sa structure a sensiblement évolué sous l'effet du rétablissement de l'hégémonie des banques. Les banques occupent à la fois les positions les plus centrales et les positions les plus vulnérables dans ce système et elles ont pu actualiser leur potentiel disruptif pour imposer leurs conditions sur les fonds d'investissement et les directions d'entreprises, ce qui est indiqué par l'évolution des grandeurs économiques entre

---

<sup>37</sup> La moyenne est néanmoins peu instructive puisque la distribution est bimodale : les nœuds étant concentrés soit au niveau de connectivité d'ordre 3, soit surtout, au niveau de connectivité le plus élevé ( $k = 15$ ).

ces deux dates. Deux prolongements permettraient de préciser notre thèse. D'abord, on pourrait vérifier si les tendances que nous décrivons se retrouvent lors des crises précédentes qui ont affecté le marché du LBO, en 1991 et en 2001. Beaucoup d'éléments indiquent en effet que la dynamique du système d'interdépendance est cyclique. Ensuite, on pourrait réaliser la même analyse de la vulnérabilité sur d'autres marchés financiers, en particulier celui des *subprimes* lui-même, ou bien au niveau du système financier global.

Cet article contient aussi des implications empiriques et théoriques. Au plan empirique, on peut constater que la connectivité/vulnérabilité évolue dans le même sens que le degré des banques dans le réseau. Cela souligne une limite : il devient difficile de différencier la centralité et la vulnérabilité et donc d'apprécier la plus-value du concept de cohésion structurale. Cette corrélation suggère d'approfondir l'analyse en considérant la manière dont se différencient et s'articulent ces deux phénomènes. Une hypothèse est que les marchés financiers, voire l'économie dans son ensemble, peuvent être réduits et assimilés à un graphe en forme d'étoile – dont le nœud central est précisément le point de vulnérabilité. Dans ce cas-là, le *blockmodel* aboutirait aux mêmes conclusions substantielles que le *cohesive blocking*, sans toutefois incorporer l'incertitude dans la structure via la notion de vulnérabilité.

Au plan théorique, l'article suggère de relâcher l'association usuelle entre centralité et pouvoir. Le pouvoir ne provient pas seulement de l'accumulation de capital social (tel que mesuré par le degré d'un nœud), des bénéfices en information (mesurés par l'intermédiarité), ou d'une forme « associationnelle » de statut social (mesuré par la centralité de Bonacich). Le pouvoir provient aussi, et paradoxalement, de la vulnérabilité. On peut enfin relativiser la dichotomie traditionnelle entre conception structurelle du pouvoir – attaché à une position où les ressources sont concentrées – et conception relationnelle du pouvoir – incertitude que fait peser le comportement d'ego sur alter (Chazel, 1983). Ici l'incertitude est structurelle puisqu'elle provient de la position dans une structure de relations.

## Références

- Acemoglu, D., Ozdaglar, A. & Tahbaz-Salehi, A. (2015). Systemic risk and stability in financial networks. *American Economic Review*, 105(2), 564–608. <https://doi.org/10.1257/aer.20130456>
- Albert, R., Jeong, H. & Barabási, A.-L. (2000). Error and attack tolerance of complex networks. *Nature*, 406(6794), 378–382. <https://doi.org/10.1038/35019019>
- Anderson, P. (1978). *Sur Gramsci*. Paris: Maspero.
- Appelbaum, E. & Batt, R. (2014). *Private Equity at Work: When Wall Street Manages Main Street*. New York: Russell Sage Foundation Publications.
- Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P. & Weisbach, M. S. (2013). Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts. *Journal of Finance*, 68(6), 2223–2267. <https://doi.org/10.1111/jofi.12082>
- Borgatti, S. & Halgin, D. (2011). Analyzing affiliation networks. In J. Scott & P. Carrington (Eds.), *The SAGE handbook of social network analysis* (pp. 417–434). London: SAGE Publications.
- Brailly, J., Eloire, F., Favre, G. & Pina-Stranger, A. (2017). Explorer les réseaux à l'échelle de la triade : l'apport des modèles statistiques ERGM. *L'Année Sociologique*, 67(1), 219. <https://doi.org/10.3917/anso.171.0219>
- Breiger, R. L. (1974). The Duality of Persons and Groups. *Social Forces*, 53(2), 181–190.
- Brudner, L. A. & White, D. R. (1997). Class, Property, and Structural Endogamy: Visualizing Networked Histories. *Theory and Society*. Springer. <https://doi.org/10.2307/657926>
- Centeno, M. A., Nag, M., Patterson, T. S., Shaver, A. & Windawi, A. J. (2015). The Emergence of Global Systemic Risk. *Annual Review of*

- Sociology*, 41(1), 65–85. <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-073014-112317>
- Chazel, F. (1983). Pouvoir, structure et domination. *Revue Française de Sociologie*, 24(3), 369–393.
- Conseil d'Analyse Économique (2008). *Private Equity et capitalisme français*.
- Crozier, M. & Friedberg, E. (1977). *L'acteur et le système: Les contraintes de l'action collective*. Paris: Seuil.
- Dudouet, F.-X., Grémont, É., & Vion, A. (2015). La « centralité des banques » dans les réseaux d'administrateurs. *Revue Française de Socio-Économie*, 2, 37–50.
- Emerson, R. M. (1962). Power-Dependence Relations. *Source American Sociological Review*, 27(1), 31–41. <https://doi.org/10.2307/2089716>
- Foureault, F. (2014). *Remodeler le capitalisme : le jeu profond du Leveraged Buy-Out en France, 2001-2009*. Institut d'Études Politiques de Paris, Paris.
- Foureault, F. (2018). L'organisation de la financiarisation. *Revue Française de Sociologie*, 59(1), 37–69. <https://doi.org/10.3917/rfs.591.0037>
- Friedberg, E. (1993). *Le pouvoir et la règle*. Paris: Seuil.
- Gerlach, M. L. (1992). The Japanese Corporate Network: A Blockmodel Analysis. *Administrative Science Quarterly*, 37(1), 105. <https://doi.org/10.2307/2393535>
- Godechot, O. & Mariot, N. (2004). Les deux formes du capital social. *Revue Française de Sociologie*, 45(2), 243. <https://doi.org/10.3917/rfs.452.0243>
- Jorion, P. (2016). *Le prix*. Paris: Flammarion.
- Kaplan, S. N. & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121>

- Käsler, D. (2005). Max Weber. In M. Borlandi, R. Boudon, M. Cherkaoui & B. Valade (Eds.), *Dictionnaire de la pensée sociologique* (pp. 747–748). Paris : Presses Universitaires de France.
- Lazega, E. (2001). *The collegial phenomenon : the social mechanisms of cooperation among peers in a corporate law partnership*. Oxford University Press.
- Lazega, E. (2007). *Réseaux sociaux et structures relationnelles* (2e édition). Paris : Presses Universitaires de France.
- Lemercier, C., Ollivier, C. & Zalc, C. (2013). Articuler les approches qualitatives et quantitatives®: plaider pour un bricolage raisonné. In M. Hunsmann & S. Kapp (Eds.), *Devenir chercheur : écrire une thèse en sciences sociales* (pp. 125–143). Paris : Éditions de l'EHESS.
- March, J. G., & Cohen, M. D. (1974). *Leadership and ambiguity : the american college president*. New York: McGraw-Hill.
- Mayhew, B. H. (1980). Structuralism versus individualism: Part 1 Shadowboxing in the dark. *Social Forces*, 59(2), 335–375. <https://doi.org/10.2307/2578025>
- Mintz, B. A. & Schwartz, M. (1987). *The Power Structure of American Business*. Chicago: University of Chicago Press.
- Mitchell, T. (2013). *Carbon democracy: Political power in the age of oil*. London : Verso.
- Moody, J. & White, D. R. (2003). Structural Cohesion and Embeddedness: A Hierarchical Concept of Social Groups. *American Sociological Review*, 68(1), 103. <https://doi.org/10.2307/3088904>
- Nowicki, K. & Snijders, T. A. B. (2001). Estimation and Prediction for Stochastic Blockstructures. *Journal of the American Statistical Association*, 96(455), 1077–1087. <https://doi.org/10.1198/016214501753208735>
- Padgett, J. F. (2010). Open Elite? Social Mobility, Marriage, and Family in Florence, 1282–1494. *Renaissance Quarterly*, 63(2), 357–411. <https://doi.org/10.1086/655230>

- Perrone, L. (1983). Positional power and the propensity to strike. *Politics and Society*, 12(2), 231–261.
- Perrow, C. (1999). *Normal Accidents: Living With High-Risk Technologies*. Princeton : Princeton University Press.
- Thoumieux, X. (1999). *Le LBO : Acquérir une entreprise par effet de levier*. Paris : Economica.
- Wasserman, S. & Faust, K. (1994). *Social Network Analysis: Methods and Applications*. Cambridge : Cambridge University Press.
- Weber, M. (2003). *Économie et société centen: Tome 1, les catégories de la sociologie*. Paris : Plon.
- White, D. R. & Harary, F. (2001). The Cohesiveness of Blocks In Social Networks: Node Connectivity and Conditional Density. *Sociological Methodology*, 31(1), 305–359. <https://doi.org/10.1111/0081-1750.00098>
- White, D. R. & Newman, M. (2001). *Fast Approximation Algorithms for Finding Node-Independent Paths in Networks*. Santa Fe Institute Working Paper Series. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1831790>
- White, H. C. (1981). Where Do Markets Come From? *American Journal of Sociology*, 87(3), 517. <https://doi.org/10.1086/227495>
- White, H. C., Boorman, S. A. & Breiger, R. L. (1976). Social Structure from Multiple Networks. I. Blockmodels of Roles and Positions. *American Journal of Sociology*, 81(4), 730–780. <https://doi.org/10.2307/2777596>