

La Fabrique de la Finance

Séminaire des Conventions

16 janvier 2015

Extraits de l'ouvrage

Editeurs :

**Isabelle Chambost, Marc Lenglet et Yamina
Tadjeddine**

Presses du Septentrion, 2015 (à paraître)

Table des matières du livre : La Fabrique de la finance

Préface de Michel Aglietta

Avant propos des éditeurs

1. Ce que la finance fabrique ; Olivier Godechot

1ère Partie : Le fait financier et son déploiement

2. Domestication sociologique d'un produit financier : Le cas des dérivés ; David Martin
3. Le service financier, un bien singulièrement social ; Yamina Tadjeddine*
4. Banques coopératives : quelle place dans la finance ? ; Pascale Moulevrier
5. Quand les structures relationnelles d'un marché financier disent sa responsabilité ; Elise Penalva-Icher
6. Les marchés boursiers juniors et les PME : une relation idyllique ? Le cas de l'Alternative Investment Market ; Valérie Revest
7. Les PPP, entre besoin de financement et gouvernance microéconomique par les mécanismes financiers ; Géry Deffontaines
8. Les ressorts de la domination financière, le cas des LBO ; Isabelle Chambost*

2ème Partie : Le fonctionnement de l'industrie Financière

9. Les territoires de la finance, le cas parisien ; Yamina Tadjeddine*
10. Déontologie financière et régulation des pratiques : un paradoxe redoublé ; Marc Lenglet
11. Le rôle des analystes financiers dans la construction sociale de la valeur financière ; Isabelle Chambost*
12. Travail institutionnel de justification dans la notation de crédit: la réaffirmation du pouvoir des agences ; Benjamin Taupin

3ème Partie : Jeux et enjeux de pouvoir de la régulation financière

13. Imaginaires politiques et moraux des pratiques financières ; Horacio Ortiz
14. Comment maîtriser le risque porté par les produits financiers? ; Pierre de Larminat
15. La régulation financière : questions de point de vue ; Jacques-Olivier Charron
16. Penser la finance comme rapport social : La gestion d'actifs, nouvelle arène du conflit capital-travail; Sabine Montagne
17. Le tissage de notre vie quotidienne et de la finance ; Jeanne Lazarus

Conclusion du collectif

* : Extraits qui seront présentés lors du séminaire Convention du 16/01/2015.

YAMINA TADJEDDINE

Introduction

Il est étonnant de constater qu'alors que le marché financier est emblématique du modèle marchand, les relations financières ne peuvent fonctionner qu'en s'adossant à des logiques non marchandes. Cette singularité découle de l'aléa inhérent à la dynamique financière qui rend l'évaluation de la qualité du service fourni problématique. Cette incomplétude du contrat financier crée une méfiance, source théorique de défaillance de marché (Akerlof [1970]). Toutefois, en pratique, l'échange a bien lieu parce que les protagonistes recourent à des dispositifs pour sortir de l'impasse marchande. L'existence de tels dispositifs a été révélée par des travaux socio-économiques portant sur la qualité des services (Eymard-Duvernay [1989], Karpik [1989] et Gadrey [2004]). Ortiz [2005] a proposé d'intégrer ces travaux socio-économiques pour comprendre la nature de la relation gérant/broker. Il montre comment cette personnalisation de l'échange conduit à l'existence de différents modes de qualification. Nous poursuivons ici sa voie en nous basant sur une autre relation (sale/investisseur institutionnel).

La relation investisseur institutionnel/société de gestion est au cœur du capitalisme financier actuel (Aglietta, Rigot [2008]). L'investisseur institutionnel confie la gestion de ses capitaux à un professionnel. Notre travail s'appuie sur une vingtaine d'entretiens en profondeur réalisés entre 2009 et 2012 auprès d'un vendeur (« sale ») spécialisé de longue date dans la vente auprès d'investisseurs institutionnels. Six autres entretiens réalisés auprès de professionnels en charge du placement de l'épargne de groupes mutualistes s'y ajoutent. Ces entretiens ont été complétés par des documents professionnels (appels d'offre, contrats de gestion, rapport de l'AMF, d'EFAMA et de l'AFG...) et la participation à des manifestations (« salon de la gestion institutionnelle »).

La première partie décrit rapidement l'activité de délégation de gestion entre un client institutionnel et une société de gestion. La deuxième se focalise sur l'indétermination intrinsèque de la qualité du service fourni. La dernière partie expose les trois modalités de résolution de cette défaillance : les dispositifs personnels (réseau), les dispositifs impersonnels (benchmark, classification par styles de gestion) et le contrat-cadre.

1. La relation Client Institutionnel-Société de gestion

Les sociétés de gestion sont les entreprises qui fournissent le service de gestion de portefeuille. Le paysage français des sociétés de gestion est fort hétérogène : des filiales de groupes mondiaux côtoient de très petites entreprises. L'exercice de l'activité de gestion pour compte de tiers est réglementé en France par l'autorité des marchés financiers (AMF). Les sociétés de gestion en France sont nombreuses (604 en 2012 selon le rapport sur la gestion pour le compte de tiers en 2012 publié par l'AMF). Ce nombre masque toutefois une forte dissymétrie : les sociétés filiales d'assurances ou de banques gèrent pratiquement 90% des actifs. Les tarifs des prestations sont des données publiques et s'avèrent concurrentiels : un alignement notable existe entre les différents prestataires. Nous avons suivi le cas d'une société de gestion filiale d'une banque privée belge, qui déclarait en avril 2013 2,6 milliards d'euros d'actifs sous gestion.

Les principaux clients institutionnels sont en France : les compagnies d'assurance, les mutuelles, les organismes de retraite et de prévoyance, les associations et les fondations. Les sommes placées concernent les fonds propres, les réserves ou les capitaux réglementés (retraites). Le volume des actifs sous gestion en France s'élevait en 2012 à 2 867 milliards d'euros dont 69% pour le compte d'investisseurs institutionnels.

Les clients institutionnels peuvent opter pour différents produits : la souscription de parts d'OPCVM déjà existant ou conçu spécifiquement, la souscription de fonds dédiés, c'est-à-dire élaborés spécifiquement pour l'investisseur ou la mise en place de mandats de gestion avec la délégation par le client de la gestion de ses encours sur son compte.

La relation étudiée ici est donc celle nouée entre un investisseur institutionnel qui souhaite placer des capitaux et une société de gestion qui sera en charge du placement de cette somme sur les marchés financiers. L'interlocuteur côté société de gestion est généralement le commercial « sale » qui est formé à cette fonction. Côté investisseur institutionnel les protagonistes peuvent être divers. Autrefois le directeur financier était le seul décisionnaire. Dorénavant, les décisions de délégation impliquent différents acteurs internes (directeur financier, comité de suivi, directeur général, avocats,...) mais aussi des consultants externes qui vont être missionnés pour sélectionner des sociétés de gestion.

2. La qualité d'un service financier

Dans le marché de la gestion collective, le client (ici l'investisseur institutionnel) doit choisir un producteur (le gérant). Le client achète la possibilité d'avoir un gain en capital engendré par le travail de sélection des titres réalisé par le producteur. La production dans cet échange est le rendement du portefeuille. Ce rendement est par ailleurs le seul signal marchand reçu par le client. En effet, le client est dans une situation d'asymétrie d'information, qui ne lui permet pas de savoir la qualité réelle du travail fourni par le gérant. Naturellement, il pourrait considérer que le rendement réalisé est le reflet de la compétence du gérant : plus le rendement est élevé, meilleure est la compétence du gérant. Dans cette configuration, le choix du gérant serait dicté par le rendement observé. La réalité s'avère plus complexe car le rendement réalisé est un signal biaisé de la compétence du gérant.

On retrouve ici un débat fondamental en économie de l'information sur la question de la connaissance par un consommateur de la qualité d'un service fourni. Trois types de services ont été définis. Nelson (1970) propose de distinguer les services dont la qualité peut être connue ex ante (« search goods »), des services dont la qualité ne pourra être connue qu'une fois consommés (« experience goods »). Darby et Karni (1973) y ajoutent une troisième catégorie, « credence goods », les services dont il est impossible même ex post de connaître la qualité. Le cas des services financiers ne peut malheureusement s'inscrire dans aucune de ces trois catégories. Si l'on suppose que la qualification de bon gérant est objective¹, l'aléa financier est l'unique source de perturbation. Le client a accès aux données historiques, les rendements passés. Cette information n'a que de peu d'utilité. La thèse de l'efficacité des marchés stipule que les rendements futurs sont indépendants des rendements passés. De plus, les rendements constatés sont des signaux biaisés de la qualité. Un « mauvais » gérant peut réaliser des rendements élevés². La connaissance des performances passées ne permet ni de discriminer ex ante ni ex post les bons gérants. Le service financier n'est donc ni pas un bien de recherche ni un bien d'expérience.

Le service financier pourrait être considéré comme un bien de croyance. En effet, la répétition du jeu peut en partie réduire ce biais informationnel comme c'est le cas pour les biens de confiance. Toutefois, le cadre allégorique du bien de croyance, donné par Darby et Karni et repris par la suite est celui d'un consommateur lambda confronté à un expert (plombier, médecin,...). Le consommateur est face à trois sources d'aléa : sur la nature de la prestation nécessaire, sur la qualité fournie et sur le prix proposé. Dans le cas du service financier, l'aléa ne concerne que la qualité. Les deux autres dimensions sont connues : les protagonistes sont des experts, le client sait la nature de la prestation dont il a besoin, les tarifs homogènes sont. Il ne s'agit donc aucunement de la configuration emblématique du bien de confiance où l'agent utilise opportunément l'asymétrie d'information pour maximiser son intérêt. L'aléa financier nuit tout autant au client (qui peut perdre de l'argent) qu'au gérant (qui a pu travailler ardemment).

Le service financier peut être à ce titre qualifié de bien singulier (Karpik, 2007). Il est impossible de connaître parfaitement ex-post ni ex-ante la qualité réelle du gérant. Cette impossibilité ne résulte pas d'une volonté délibérée du producteur de garder des informations cachées (comme c'est le cas par exemple dans les biens de confiance) mais de la nature risquée des marchés financiers. L'enjeu donc de l'échange est de dépasser cette défaillance informationnelle en nouant une relation personnelle de co-

¹ Montagne S., 2011 montre comment la qualification de « bon » gérant est une construction sociale et politique à travers l'étude de la notion de *prudent man*.

² La figure exemplaire est celle du gérant américain Madoff.

production d'un service. A cette fin, les protagonistes vont adosser la relation marchande à des dispositifs qui visent à garantir l'effectivité du travail du gérant.

3. Les dispositifs facilitateurs de l'échange : confiance, marché, encadrement procédural

Le service financier ne se saurait se résumer à un simple échange marchand ; il implique une relation personnelle qui engage les co-échangeurs. Ainsi ce n'est pas seulement le rendement qui est acheté et considéré par le client et le vendeur, mais un ensemble de pratiques, de connaissances, de règles, de signes symboliques, d'affects qui vont lier les protagonistes (Horacio [2005]). Ce sont précisément ces dispositifs non-marchands co-construits qui constituent l'essence de l'échange financier. Dans ces conditions, la qualification de bon ou mauvais gérant ainsi que la sanction sont contingente à la nature de la relation nouée.

Nous proposons d'illustrer cette singularité du service financier à travers trois dispositifs observés : l'inscription dans des réseaux sociaux symboliques (dispositif personnel selon Karpik [2007]), la standardisation des pratiques avec le recours à des styles pré-définis, des benchmarks et des classements (dispositif impersonnel substantiels ou formels toujours selon Karpik [2007]), enfin l'encadrement procédural (le contrat-cadre selon Eymard-Duvernay [2004]).

- **Les dispositifs personnels :**

Le client institutionnel contracte avec une société gestion parce qu'il connaît personnellement le gérant ou les créateurs/propriétaires de la société de gestion. Cette confiance peut être entendue à l'aune du don/contre-don (Mauss) ou de l'inscription dans un réseau (Granovetter [1985]). Le contrôle économique n'est pas nécessaire puisque si l'une des parties venait à ne pas honorer ses obligations, la sanction émanerait du groupe et serait définitive (exclusion du groupe). L'accord commercial devient possible grâce à l'encastrement des individus dans des structures sociales qui apportent les garanties morales de la bonne volonté du gérant. La qualité est présumée au regard de valeurs qui préexistent et qui survivent à la relation commerciale stricto-sensu.

Le client a confiance dans l'effort fourni par le gérant pour placer à bon escient son capital ; le gérant fait confiance au client dans la continuité de la relation et peut envisager des stratégies de placement de long terme. Bien que le gérant et le client agissent au titre de leurs sociétés respectives, la relation est de nature inter-individuelle. Elle peut d'ailleurs perdurer au changement d'employeur de l'un ou de l'autre : le gérant ramenant ses clients à sa nouvelle société de gestion, le client nouant un nouveau partenariat au titre de la nouvelle société qu'il représente. Elle présente l'avantage de générer peu de coûts de transaction (pas temps de recherche et d'information) et de permettre des relations de long terme. Si l'un client vient à constater une malversation, la rupture est définitive. Cette forme de relation historique de la finance dominait le marché français jusqu'à ces vingt dernières années.

Les travaux de Pinçon et Pinçon-Charlot (1998) ont montré l'importance des clubs privés dans le monde bourgeois et tout particulièrement dans la sphère financière. L'appartenance des individus aux mêmes réseaux sociaux (franc-maçonnerie, clubs, communauté religieuse) ou le partage d'activités (la chasse, alpinisme) favorise la mise en confiance. Le jeu de recommandations croisées est un préalable essentiel à la réussite commerciale. En particulier, elle permet au vendeur recommandé d'entrer en contact direct avec les personnes décisionnaires et d'être informé des règles informelles et politiques des institutions impliquées. La conclusion marchande n'est que l'aboutissement de ces liens faibles qui ont permis au vendeur et au client d'entrer en contact et de se lier durablement.

Toutefois, cette relation personnelle bilatérale fondée sur une confiance mutuelle n'est pas sans limite. Les travers résultent de l'absence d'explicitation des engagements mutuels qui peuvent induire des abus de confiance du côté du gérant et une infidélité du client alléché par les performances réalisées par des concurrents. Dans le contexte actuel où dominent les valeurs de la transparence, de non conflit d'intérêt et de mise en concurrence à court terme cette forme qui s'appuie sur la réciprocité, l'informel et l'opacité est désavouée. Malgré tout, les liens humains restent essentiels dans la mise en relation des acteurs.

- **Les dispositifs impersonnels, substantiels ou formels**

Ce deuxième ensemble regroupe des dispositifs visant à homogénéiser et qualifier les pratiques. Ainsi, le service acheté n'est plus idiosyncratique, mais peut être comparé à des équivalents pour évaluer et juger le sérieux du gérant. La relation n'est plus strictement personnelle mais impose l'existence d'agences reconnues d'évaluation. Nous donnerons deux illustrations : l'indice de référence (« benchmark ») et la classification par styles. L'un comme l'autre permettent *in fine* de juger et classer les gérants non plus dans l'absolu mais au regard de comparables.

La gestion d'actifs traditionnelle s'est développée en référence au modèle d'évaluation des actifs financiers CAPM/MEDAF. Ce modèle permet de définir un portefeuille de référence composé d'un échantillon de valeurs rendant compte de l'évolution globale d'un espace de titres. L'indice de marché trouvait ici sa légitimité théorique. Toutes les places financières se sont dotées depuis d'un ou de plusieurs indices (le CAC40 à Paris, S&P500 à New York...). Des indices sectoriels, mondiaux, éthiques, obligataires se sont par la suite développés. Ces indices sont définis et construits par des sociétés de marché chargés de la cotation et de l'appariement des ordres (comme Euronext) ou des sociétés financières (comme S&P).

Le succès des indices provient pour une large part de ce qu'il donne un référent public qui permet de comparer le rendement du portefeuille construit par le gérant avec celui du portefeuille de référence.

L'existence des indices a aussi permis la standardisation de la gestion de portefeuille. A partir du début des années 2000, un nouveau produit financier, crée et développé aux Etats-Unis dans les années quatre-vingt dix, les ETF (Exchange Traded Funds) fit son apparition en France. Ces produits reproduisent automatiquement l'indice, sans impliquer l'expertise du gérant. Ils connaissent un engouement très fort notamment auprès des investisseurs institutionnels qui achètent ainsi un produit industrialisé (Gadrey [2004]) dont le rendement reste risqué mais parfaitement corrélé à l'indice de marché. Ainsi, l'ETF permet d'évacuer l'incertitude sur la qualité du gérant et conserve uniquement l'aléa financier.

Un second dispositif impersonnel, la classification par style de gestion existe. Chaque style est caractérisé par des logiques identifiées de sélection de titres. Dans la gestion traditionnelle, on distingue principalement trois styles. Le style sectoriel ou géographique vise à sélectionner des titres suivant leur secteur d'activité ou leur zone géographique. Le style *growth* (croissance) consiste à sélectionner des sociétés dont on attend des taux de croissance élevés. Le style *value* (valeur) privilégie les sociétés décotées, anormalement peu chères et dont on anticipe une hausse des cours. La gestion alternative (*hedge funds*) propose elle aussi des catégories. On distingue notamment les stratégies centrées sur le marché des actions (*long short equity, event driven*), des obligations (arbitrages) des stratégies plus générale (*global macro*).

L'affectation dans l'une ou l'autre de ces catégories peut se faire via les informations publiques ou à travers des enquêtes effectuées par des sociétés spécialisées. Les catégories réunissent des pratiques homogènes en cela qu'elles reposent sur des stratégies similaires de sélection de titres. Elles s'avèrent normaliser la profession en obligeant le gérant à expliciter sa stratégie à travers ces catégories. Toutefois, ce processus de catégorisation présente aussi des limites. Un gérant obéissant à un style de gestion identifié possède de larges latitudes de choix. C'est particulièrement patent dans la gestion alternative. La catégorisation par style ne constitue aucunement une garantie de résultat.

Des classements en fonction des styles et des benchmarks sont réalisés par des organismes indépendants. Ils permettent aux clients de disposer de référents externes pour juger la qualité du gérant, que ce soit ex-ante ou ex-post.

Ces dispositifs impersonnels ont permis aux investisseurs institutionnels de mettre en place une stratégie particulière de placement d'épargne qualifiée de « core-satellite ». Une partie de l'épargne est placée sur des produits indicels ou sur des titres publics ou monétaires dont le risque est limité à l'aléa financier (« core ») ; l'autre partie (« satellite ») est investie sur des segments plus risqués, en gestion alternative ou en gestion traditionnelle. La co-production du service financier émerge ainsi puisque le client, aidé de consultant, détermine la répartition entre ces deux segments et l'impose au producteur.

- **Le contrat-cadre**

Le dernier ensemble est constitué de dispositifs contractuels explicitant et encadrant le processus de production. Dans ce schéma, le client connaît parfaitement ses préférences en matière de placements et recherche un gérant à même de les satisfaire au mieux. Ex ante, l'enjeu est donc de trouver le bon gérant au regard des préférences spécifiques du client. Un premier ensemble de règles existe pour cela : les appels d'offre, les *due diligence* (« audit préalable »). La société de gestion, si elle souhaite commercer avec un client donné, est amenée à répondre à des questionnaires détaillés sur ses pratiques en matière de sélection de titre ou de gestion des risques, sur son personnel, sur son organisation interne, ses clients, ses performances,....

Le contrat en lui-même comporte désormais deux volets : le premier précise les attentes du client en matière de gestion (segments du marché, styles de gestion, risque, indices de références, liberté vis-à-vis de cet indice (« tracking error »),...), le second définit un ensemble de règles visant à réduire l'aléa moral en encadrant les pratiques et en obligeant le gérant à donner des informations régulières par *reporting* et lors de rencontre. Les informations demandées (*reporting*) visent à expliquer les performances obtenues, les principaux choix de gestion, les orientations futures. Il est généralement accompagné d'un commentaire de marché et de gestion.

Les préférences du client sont donc traduites par ces règles et déterminent la nature du service fourni par le gérant. Il y a donc co-production du service qui n'est plus seulement un acte commercial mais devient un contrat-cadre.

Conclusion :

Le dispositif de confiance a dominé la relation financière jusqu'à ces quinze dernières années. Les dispositifs impersonnels et les procédures semblent dorénavant dominer car ils répondent à des impératifs institutionnels (responsabilité des investisseurs institutionnels envers leurs clients, réglementation, concurrence induite par une publicisation du monde de la finance). Mais, il ne faudrait pas croire que le rapport personnel a disparu dans la relation financière. La confiance est encore aujourd'hui l'initiateur de la mise en relation des vendeurs et des clients. Les dispositifs impersonnels et contractuels sont *in fine* des artefacts sociaux (Scg, qui permettent de légitimer des relations personnelles.

Références :

- Aglietta M. et Rigot S., 2008
- Akerlof, George A. 1970. "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *Quarterly Journal of Economics*, 84(3): 488-500.
- Darby, M. R. and Karni E., 197,. "Free Competition and the Optimal Amount of Fraud.", *Journal of Law and Economics*, 16(1): 67-88.
- Eymard-Duvernay, F., 1989, "Conventions de qualité et formes de coordination", la *Revue économique*, p.329-359.
- Eymard-Duvernay, F., 1994 "Coordination par l'entreprise et qualité des biens", in *Analyse économique des conventions* (A. Orlean ed.), Paris, PUF, p. 307-334 1989
- Gadrey J., 2004, *Socio-économie des services*, Editions La Découverte, Paris, 124 p.
- Granovetter, M., 1985, "Economic action and social structure: The problem of embeddedness." *American Journal of Sociology*, 91 3: 481-510.
- Karpik, L., 2007, *L'Économie des singularités*, Paris, Gallimard.
- Montagne S., 2011, "Investir avec prudence: histoire de la construction d'un standard juridique par les acteurs économiques, politiques et juridiques". In Ch. Bessy, Th. Delpuech, J. Pelisse, *Droit et régulation des activités économiques*, Paris: LGDJ, pp.35-45.
- Nelson, Phillip. 1970. "Information and Consumer Behavior." *Journal of Political Economy*, 78(2): 311-29.

Ortiz H., 2005, « Évaluer, apprécier : les relations entre brokers et gérants de fonds d'investissement », *Économie rurale*, mars-juin, p. 286-287.

Pinçon M. et M. Pinçon-Charlot (1998), *Les Rothschild, une famille bien ordonnée*, La Dispute, Paris.

Suchman Mark C., 2011, "Le contrat comme artefact social », In Ch. Bessy, Th. Delpuech, J. Pelisse, *Droit et régulation des activités économiques*, Paris: LGDJ, pp.231-253.

Chapitre 8 LES RESSORTS DE LA DOMINATION FINANCIERE, LE CAS DES LBO, I. CHAMBOST

Introduction

La création du néologisme « financiarisation » symbolise la manière dont le capitalisme actuel dit « financier », faisant système, subordonne l'ensemble des différents pans de la société en imposant ses référents normatifs et ses rapports de force, captant l'essentiel de la valeur et instituant les mécanismes de rentes financières (Dumesnil et Levy, 2011). Dans un souci d'appréhension concrète de ce processus, Dore (2002) le définit comme « la domination accrue de l'industrie de la finance sur l'activité économique, des contrôleurs financiers sur le management des entreprises, des actifs financiers parmi l'ensemble des actifs, (...), de la Bourse comme marché de contrôle pour définir les stratégies de fusion-acquisitions et des fluctuations de la Bourse comme déterminant des cycles économiques ». Intéressante par le continuum qu'elle introduit entre la régulation de l'économie par les marchés financiers et les conséquences afférentes sur le fonctionnement des entreprises, cette définition peine cependant à en spécifier la nature complexe et contingente. La variété des capitalismes, l'existence de différentes formes de médiations, de nature micro-économique, politique ou institutionnelle (Gospel et Pendleton, 2005), rendent difficile l'identification des conséquences propres à la financiarisation. L'analyse de cette dernière suppose également de saisir les points de jonction et d'interpénétration entre deux systèmes trop souvent appréhendés de manière distincte, la sphère productive et la sphère financière.

Nous proposons d'analyser la manière dont la domination financière se décline dans « des dispositifs financiers » en étudiant tour à tour leurs dimensions discursives, matérielles (maillage de techniques financières, juridiques, de rémunération et de gouvernance) et politiques. Nous tenterons de cerner comment ses dispositifs résultent d'une construction progressive, liée à différentes strates de rapports de force au sein de ce microcosme de la finance (Benedetto-Meyer, Maugeri et Metzger, 2011). La domination financière repose, en effet, sur une naturalisation et une réification de la finance - les marchés - qui participe de son pouvoir et dont il convient de déconstruire le caractère anonyme. Nous nous appuyerons pour ce faire sur l'analyse de la domination réalisée par Metzger (2012, p.24) sur la base de « continuum » existant entre « ceux n'ayant pas accès à la conception des dispositifs », « ceux disposant des capacités d'action sur les actions des autres de façon la plus durable et la plus étendue et disposant de pratiques réflexives leur permettant d'adapter leurs moyens d'action » et ceux « interprètent et conçoivent les dispositifs » dont les objectifs ont été précédemment pensés. Plus largement cette analyse se donne comme objectif de montrer la manière dont s'articulent en se renforçant différents rapports de domination (Bourdieu, 2005).

Notre analyse sera fondée sur les entreprises acquises par des « fonds de capital-investissement » ou fonds de *Private Equity*. A travers l'analyse de l'appui des Etats et des théoriciens de la finance ainsi que des stratégies et des rapports de force entre les différences professions impliquées - investisseurs, prêteurs, analystes et représentants des professions du chiffre et du droit – nous montrerons comment se construit un système de dispositifs, particulièrement efficace dans sa capacité à arrimer le fonctionnement de l'entreprise et celui de son système de production à une logique de valorisation financière.

1. De la sphère de la régulation à la sphère productive : les caractéristiques de cette domination

- La construction d'une légitimité économique reposant sur une catégorisation du risque

D'une économie d'endettement, au sein de laquelle l'actionnariat des entreprises était marqué par un

fort contrôle familial, tant ce qui concernait les PME que les grandes entreprises, l'économie française s'est ouverte dans les années quatre-vingts aux marchés financiers, progressivement et essentiellement pour les grandes entreprises. Les années quatre-vingts dix ont été caractérisées par le désengagement par l'État des entreprises qui avaient été nationalisées en 1981, et par la constitution de « noyaux durs » ou « participations croisées » entre les banques, les sociétés d'assurances et les entreprises industrielles. A la fin de cette décennie, dans l'objectif de financer leurs stratégies de croissance et de repositionnement, ces grandes entreprises ont vendu sur le marché boursier les participations croisées qu'elles détenaient et ont opéré un « recentrage sur leurs métiers de base », conduisant à la cession d'activités considérées comme « non stratégiques ». Ce mouvement a facilité la montée en puissance, dans le capital des grandes entreprises cotées françaises, d'investisseurs étrangers, principalement d'origine anglo-saxonne ces derniers représentant, dès la fin des années 1990, plus de 40% de plusieurs entreprises du CAC 40.

Cette transformation du capitalisme français a été rapide et brutale, passant d'une « économie de cœur financier » à une « économie de marché financier » dans laquelle l'investisseur est un acteur majeur (Morin, 1998). Elle a cependant laissé pour compte nombre d'entreprises, comme notamment les petites et moyennes entreprises traditionnelles, puis l'ensemble des PME après l'éclatement de la « bulle internet », considérées insuffisamment attractives tant pour les banquiers que pour les investisseurs sur les marchés financiers.

Dans ce contexte, les fonds de *Private Equity*, apparus aux Etats-Unis et ayant abordé l'Europe à partir du Royaume Uni à partir du milieu des années quatre-vingt-dix, se sont développés en acquérant des PME en recherche d'actionnaires - à la faveur de contexte de transmission par exemple - ainsi que des activités jugées « non stratégiques » par les grands groupes. Malgré l'absence de statistiques officielles, les chiffres issus des différentes organisations professionnelles au plan national et européen montrent qu'entre 2002 et 2007, la France a connu un développement très rapide de ce type de financement, la positionnant en seconde place en Europe, derrière le Royaume Uni (Bédu et Montalban, 2009).

Publié quelques mois avant les événements de septembre 2008 et à une période où le secteur bancaire en pressentait la survenance, le rapport *Private Equity et capitalisme français* du Conseil d'Analyse Economique (Glanchant, Lorenzi et Trainar, 2008) précise dans son introduction : « La crise des marchés financiers va (...) lui [*le Private Equity*] donner un rôle majeur dans la restructuration du tissu productif des grandes économies développées. (...). Les milliers d'entreprises, de taille moyenne qui composent une large partie de la structure productive de notre pays, n'ont pas aujourd'hui et auront encore moins demain, d'autres sources de financement que celles du capital-investissement » (p.9-10). Cette conclusion renvoie à l'analyse du rapport « *Private equity and LBO* » de Gottschalg (2007), réalisé pour le Parlement Européen sur les motivations ayant présidé à la cession d'activités à des fonds de *Private Equity*, activités n'entrant plus dans le cœur de métier (53 %), problèmes financiers (26 %) ou de financement de leur croissance (21 %).

Par sa dénomination, leur association professionnelle française, « l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance », témoigne de leur capacité à souligner leur « utilité sociale ». Les fonds de *Private Equity* sont ainsi présentés comme des fonds capables de supporter et de prendre en charge des risques, qui seraient liés à la nature du projet productif (taille, innovation...). Dans les faits, les entreprises qu'ils acquièrent sont financièrement « délaissées » en raison d'une catégorisation construite du risque qui repose sur l'estimation de leur degré de « liquidité ». Comme nous l'analyserons par la suite, les fonds de *Private Equity* mettent en place des dispositifs financiers (au sens de dispositifs de gestion) permettant de transformer l'entreprise non cotée en un placement « liquide », c'est-à-dire revendable pour les investisseurs avec des perspectives de fortes plus-values. Pour ce faire, des risques vont être pris, notamment via le recours à un fort endettement, transférés éventuellement à d'autres investisseurs, grâce par exemple aux possibilités de titrisation de la dette, et principalement reportés sur les salariés.

- Le travail sous influence

La rupture liée à l'acquisition de l'entreprise par un fond de *Private Equity* permet de saisir et d'identifier des effets sur le travail (Chambost, 2013), corroborant les travaux de Sauviat (2002) et Brochard (2008) notamment et que l'on pourrait synthétiser par :

- une forte progression de la productivité, conduisant à une surcharge de travail et à une nette dégradation des conditions de travail, provoquant un sentiment permanent d'être en sous-effectif
- l'augmentation de la part réversible des rémunérations tendant à renforcer l'individualisme et un sentiment d'injustice devant les critères mobilisés conjugué à une absence de reconnaissance et de fortes incompréhensions,
- une démotivation et une peur de l'avenir.

Selon les circonstances, la violence exercée emprunte à différents registres. Les dirigeants vont rechercher l'éclatement des collectifs constitués afin d'instaurer avec les salariés des relations bilatérales, qui fonctionnent sur les registres de reconnaissance versus culpabilisation. Entre salariés, les cloisonnements s'opèrent par le recours accentué à différents statuts selon la valeur et la spécificité des compétences reconnues. Au sein des salariés les plus « reconnus », l'accent porté sur l'individualisation des rémunérations et l'intensification de la charge de travail provoque une mise en concurrence et un renforcement de l'individualisme.

Se présentant comme des sauveurs de l'entreprise et/ou des financiers capables d'assoir leur développement, les fonds de capital-investissement, instaurent souvent d'entrée de jeu un rapport de force par la mise en œuvre de restructurations. Ces dernières permettent de renforcer l'idée de dysfonctionnements économiques antérieurs et la nécessité d'un plein engagement de la part des salariés non licenciés. La mise en place d'un climat d'incertitudes constitue un terreau fertile pour la mise en œuvre d'une mise sous tension et de situations de « déstabilisation » permanente (Spurk, 2012). Elle est alimentée par la volonté de maintenir hors de portée les éléments qui permettraient de comprendre les logiques à l'œuvre.

La rupture liée à l'acquisition de l'entreprise par un fond de *Private Equity* apparaît ainsi également dans l'exercice des prérogatives économiques des représentants des salariés et des représentants syndicaux, tant en ce qui concerne l'information-consultation que les négociations salariales. La violence transparait alors sous une forme plus conflictuelle. Le simple fait de vouloir respecter des droits légalement définis – le recours à l'expert par l'exemple - devient, en soi, une forme d'opposition et témoigne d'une capacité de « résistance ». Le continuum des situations s'établit ainsi entre, au mieux, un caractère désormais formel des relations directions-représentants des salariés et une absence de volonté de négocier, la mise en place de stratégie de contournement des représentants par la direction de l'entreprise, qui cherche à établir des relations bilatérales avec les salariés, pour aller jusqu'à une négation complète des droits relevant de l'entrave, alliés à des affrontements particulièrement violents.

La focalisation très claire sur les performances financières, en particulier le fameux EBITDA se couple à une difficile appréhension du système dans son ensemble. Les représentants des salariés se heurtent à une opacité, tant spatiale que temporelle, à laquelle participent l'éloignement des centres de décision, les obstacles rencontrés pour situer et entrer en contact avec l'interlocuteur pertinent, mais également la rotation parfois très rapide de certains responsables et le raccourcissement des horizons temporels. L'information communiquée par les dirigeants demeure circonscrite au périmètre juridique de l'entreprise, n'apportant guère d'éléments probants en raison des montages financiers opérés. L'articulation à une finalité de remboursement de la dette ou de revente de l'entreprise est souvent mentionnée comme le résultat du recours à l'expertise et/ou des actions en justice.

L'expression même d'opposition collective de la part des instances de représentations des salariés, fait donc l'objet de contournement lorsqu'elle a trait à des réactions vis-à-vis de l'inapplication de droits

relatifs aux conditions de travail ou aux processus de rémunérations. Elle est plus violemment réprimée lorsque l'opposition cherche à pénétrer le fonctionnement d'un système qui repose sur une construction subtile des rapports de domination correspondant également à un champ, au sein duquel s'affrontent différentes « logiques professionnelles » (Benedetto-Meyer, Maugeri et Metzger, 2011).

2. Au cœur de la construction des dispositifs financiers : le champ de l'industrie financière du *Private Equity*

Impliquant et bénéficiant par la même à de nombreux acteurs en raison des montages juridico-financiers à l'œuvre, permettant de s'assurer de rendements élevés tout en reportant les risques sur l'entreprise, l'industrie du *Private Equity* s'est développée à la faveur de contextes macro-économiques, institutionnels et législatifs favorables, en élaborant un système de dispositifs de financiarisation analysés à l'aune de leurs dimensions politiques, discursives et matérielles.

- Les rapports de force entre les « instaurateurs », gestionnaires de fonds, investisseurs et prêteurs

Créée au début des années soixante-dix aux Etats-Unis, l'industrie du *Private Equity* s'y est développée à partir des années quatre-vingts, à la faveur des mesures fiscales et monétaires mises en place par le gouvernement Reagan. Au sein de l'intermédiation financière, l'industrie du *Private Equity* appartient à la catégorie des gestions dites « alternatives », longtemps considérées comme des activités mineures, au regard des professions établies comme les gestionnaires de portefeuilles de titres cotés sur les marchés financiers.

Une recherche de légitimité des gestions qualifiées « d'alternatives »

La qualification « de gestion alternative » fait référence à leur déconnection vis à vis des indices boursiers et à leur nécessaire mobilisation d'un endettement à faible coût, rendant leur activité dépendante du niveau des taux d'intérêts. On peut dater de 1979 la légitimité institutionnelle du *Private Equity*, date à partir de laquelle le « Department of Labor » autorise les fonds de pension américains à investir dans tout type de placement (Montagne, 2006), y compris dans les placements risqués, au motif du principe de diversification. Bien qu'attirant les mêmes catégories d'investisseurs, la gestion de *Private Equity* demeure cependant marquée par son caractère « artisanal », lié à une absence de modélisation et à sa difficulté de déploiement à grande échelle. Elle a ainsi développé toute une rhétorique, à destination des grands collecteurs de fonds, tels que les fonds de pension ou les sociétés d'assurance, axée sur son aptitude à dégager de la rentabilité grâce au contrôle qu'elle opère sur les dirigeants des entreprises non cotées dont elle détient les titres (Froud J., Johal S., Leaver A., Williams K., 2008) (cf. ci-après).

L'industrie du *Private Equity* est structurée en deux étages, dont l'analyse renseigne sur la segmentation des pouvoirs existants, leurs jeux et leurs enjeux. A l'étage « au-dessus », s'élaborent les relations entre les apporteurs de capitaux - investisseurs institutionnels mais également particuliers fortunés, fondations - et ceux qui les gèrent - anciens dirigeants de groupes industriels ou de banques d'affaires - qui font partie de sociétés de *Private Equity*. A l'étage « en-dessous » se mettent en place les dispositifs de placement des capitaux reçus, sous forme d'acquisitions et de reventes des entreprises. A la jonction de ces deux étages se situe le gestionnaire du fonds de *Private Equity*.

Le gestionnaire de fonds au centre des relations de pouvoir

Le contenu des relations entre les apporteurs de capitaux et les apporteurs de compétences en gestion est défini par contrat lors de la création « d'un fonds », d'une durée de vie limitée généralement à 10 ans. Pendant les cinq premières années le gérant lève et place les capitaux qu'il rétrocède pendant les cinq années suivantes, additionnés des plus-values dégagées sur lors de la revente des entreprises. Les

capitaux sont donc « bloqués » pendant 5 ans, soit la durée de détention d'une entreprise par le fonds.

Les rapports de force entre les gestionnaires de fonds et les apporteurs de capitaux donnent lieu à une littérature financière abondante, sur le manque de « transparence » dont font preuve les gestionnaires quant au montant de leur rémunération et plus largement quant à la rentabilité effective de leurs placements (Cummings et Walz, 2010, FSA 2006). En matière de partage du profit réalisé, la rémunération du gérant comprend deux composantes, une première fonction du montant des capitaux gérés (2%), une seconde fonction des plus-values réalisées sur les cessions des entreprises (20%) et censée représenter le plus fort montant, afin que les intérêts du gérant soient « alignés » sur ceux des investisseurs. En raison de la levée de capitaux pour un montant important la première, moins incitative, peut cependant se révéler supérieure (Froud, Johal, Leaver et Williams, 2008). Sous une formulation différente, cette littérature témoigne plus largement des luttes qui s'opèrent dans le partage du profit capté par cette industrie financière notamment grâce au contournement des législations existantes.

Nonobstant le fait que l'imposition de la rémunération des gérants a toujours été considérée comme le revenu du capital et non du travail, permettant à ces derniers de bénéficier d'une imposition allégée, les fonds de *Private Equity* se sont en développés aux États-Unis globalement en marge de la législation encadrant les activités d'investissements financiers. A la faveur de leur développement à fin des années soixante-dix, les sociétés de *Private Equity* déclarent ne pas devoir se conformer au *Securities Act (1933)*, puisqu'ils n'interviennent pas sur les marchés financiers et entreprennent un lobbying efficace pour ne pas être enregistrées en tant que « conseiller en investissement » et devoir se conformer à l'*Investment Company Act (1940)* (Cheffins et Armour, 2008). Il faudra attendre le *Dodd-Frank Act (2010)* pour que certaines exemptions en matière d'information soit levées. Ce contournement des législations existantes est représentatif du poids de l'oligopole formé par les sociétés de *Private Equity* et des relations existant entre les financiers de ce champ et les membres de différents gouvernements, américains et européens, dont Geuens (2011) donne un aperçu particulièrement documenté.

Un accord gestionnaires de fonds -investisseurs reposant sur les taux de rentabilité attendus

Le niveau des profits censés être dégagés répond à une rhétorique, en vertu de laquelle le blocage pendant cinq ans des capitaux apportés doit trouver une contrepartie en termes de rémunération. Il ainsi « attendu » ou exigé, des taux annuels de rentabilité de l'ordre de 20 % à 25 %. Du point de vue des investisseurs, il est en effet normal de demander une rentabilité supérieure à celle susceptible d'être obtenue sur les marchés financiers en raison de la relative « illiquidité » des placements dans les fonds de *Private Equity*. Du point de vue des sociétés de *Private Equity*, ces taux sont susceptibles d'être atteints grâce au contrôle mis en œuvre sur les entreprises acquises, contrôle relayé académiquement par le célèbre écrit normatif de Jensen, père de la théorie de l'agence, *The Eclipse of the Public Corporation* (1989). Il y prône un engagement plus actif des actionnaires et expose en quoi un recours à l'endettement ainsi qu'à des rémunérations articulées à des objectifs de création de valeur actionnariale (ou *incentives*), peuvent agir comme outils disciplinaires. D'une manière plus pragmatique, la mise en œuvre de techniques d'ingénierie financière fondée sur un endettement important conjuguées à celles de l'optimisation fiscale permet d'augmenter « mécaniquement » la rentabilité des actionnaires, surtout en période de faibles taux d'intérêt.

Un accord gestionnaire de fonds –prêteurs reposant sur la sécurisation des risques de non remboursement des emprunts.

Lors de l'acquisition des entreprises, le gestionnaire de fonds minimise donc les capitaux apportés en propre (à environ 20%-30% de la valeur de l'entreprise), cherchant à maximiser les sommes empruntées. Etant donnée leur importance, ces dernières sont réparties en différentes catégories d'emprunts, se caractérisant par le degré de risques pris, eu égard aux conditions de remboursement, et par les conditions de rémunération correspondantes. Pour les dettes considérées comme très risquées, le niveau du taux d'intérêt requis permet une rémunération très largement supérieure au montant du nominal de la dette. Cet endettement a été géré, au moins jusqu'à la crise, par des départements bancaires spécifiquement dédiés à cette industrie, et fut l'objet d'une importante titrisation.

Plus largement les sociétés du *Private Equity*, lorsqu'elles ne sont pas des départements en tant que tels des banques d'investissement, mobilisent différents métiers de conseils réalisés par ces dernières - ou leurs filiales - afin d'encadrer et de diminuer les risques supportés. Grâce à leur activité originelle (banque d'affaires, analyse financière, relation clientèle des banques commerciales), les banques sont en effet susceptibles de repérer d'éventuelles affaires et de procéder à leur évaluation. Pour ces activités les rémunérations peuvent représenter jusqu'à 5 % à 6 % des sommes mises en jeu (Fenn, Liang et Prowse, 1995). Pour les sociétés de plus petites tailles, le même schéma se décline, impliquant les professions du chiffre plus spécialisées dans les moyennes entreprises tels que les cabinets d'expertise-comptable et d'audit ainsi que les avocats d'affaires et les fiscalistes. Le développement de leur présence est ainsi représentatif des stratégies d'apprentissage mises en œuvre par les prêteurs et les dirigeants dans le cadre de leurs relations avec les gestionnaires de fonds, comme cela sera analysé dans la partie suivante, et plus largement de leur positionnement « à l'intersection de différentes composantes de l'élite du pouvoir » (Vauchez, 2012).

- Des dispositifs financiers œuvrant à la liquidité financière du processus productif

Etant donné la faiblesse des montants apportés en capital par les fonds de *Private Equity*, les montages mis en œuvre conduisent à une situation où l'entreprise doit payer elle-même son acquisition via le remboursement de dettes souscrites. Afin de contourner l'interdiction pénale afférente, les dettes ne sont pas directement portées par l'entreprise cible et n'apparaissent donc pas dans les états financiers de l'entreprise où se situe le processus productif. L'entreprise cible est détenue via une cascade de sociétés holding, destinées à porter les différentes parties de la dette selon leur degré de risque et à organiser également l'évasion fiscale des profits remontés sous forme de dividendes.

Une gestion centrée sur les indicateurs financiers

Durant les années de détention par le fonds de *Private Equity*, l'entreprise est gérée en fonction du remboursement des dettes, selon un suivi d'indicateurs trimestriellement définis et dont les montants minimaux à réaliser sont inscrits dans les contrats de prêts. Ces indicateurs (ou covenants) sont centrés sur la capacité de dégagement de trésorerie, appréhendés par le fameux EBITDA, permettant de couvrir le paiement des intérêts et les remboursements récurrents de la dette. La non-atteinte de ces indicateurs entraîne la possibilité pour les prêteurs de demander le remboursement immédiat des dettes, occasionnant alors un renversement des pouvoirs, l'actionnaire, dans notre cas le gestionnaire de fonds, étant évincé au profit du prêteur. Afin d'anticiper et de prévenir les difficultés éventuelles, les gestionnaires de fonds configurent les relations qu'ils établissent avec le dirigeant déléguant au besoin des conseillers chargés « d'épauler » ce dernier.

Le fondement du pouvoir du gestionnaire de fonds sur les dirigeants

La valeur de revente de l'entreprise-cible est un objectif présent dès son acquisition par un fond de *Private Equity*. La valeur de l'entreprise est en effet communément définie comme la combinaison d'un multiple, variant en fonction de critères économiques extérieurs à l'entreprise et d'un indicateur de rentabilité économique. Dès l'acquisition, le gérant du fond- actionnaire et le (futur) dirigeant-actionnaire, déterminent le montant prévu de cet indicateur à l'issue de la période de cinq ans, sur la base d'un plan stratégique à mettre en œuvre, décliné en objectifs comptables et financiers trimestriels.

Par ce processus, le gérant du fonds de *Private Equity* s'assure du plein engagement du dirigeant-actionnaire, voire de l'ensemble de l'équipe dirigeante, dans ce processus. L'atteinte des performances conditionne le maintien du dirigeant-actionnaire dans l'entreprise et détermine sa rémunération. Les engagements sont juridiquement scellés par un « pacte d'actionnaires », contrat susceptible d'être instantanément rompu en cas de non atteinte des objectifs. Le dirigeant est alors « remercié ». Il perd non seulement son poste mais également les capitaux qu'il avait investis, parfois très importants au regard de ses moyens personnels, ainsi que l'espoir de gains très conséquents, définis en multiple des capitaux qu'il avait apportés. Il est ainsi intéressant de constater l'existence de processus

d'apprentissage conduisant à modifier quelque peu l'équilibre des rapports de force lorsque les dirigeants s'approprient les dispositifs financiers (Chambost, 2014), cette appropriation œuvrant in fine dans le sens d'un renforcement la domination financière.

Une abstraction totale des formes productives de l'entreprise et une focalisation sur sa revente

Pour le gestionnaire de fonds, l'entreprise se résume à un « modèle » réalisé sur tableur, intégrant le plan stratégique du dirigeant et les conditions de financement. L'une de ses principales compétences consiste à « faire tourner » ce modèle, afin de déterminer des fourchettes de prix en fonction d'hypothèses comptables, fiscales et financières, en visualisant les flux prévisionnels sur les cinq ans durant lesquels il détiendra l'entreprise. Une fois l'acquisition réalisée, le fonctionnement de l'entreprise est ainsi totalement configuré - sur un horizon limité aux cinq années de détention par le fonds - en fonction de l'atteinte régulière de différents objectifs de performance.

L'entreprise doit ainsi générer des résultats selon le rythme trimestriels qui lui est imposé, en réduisant/flexibilisant les coûts (recours aux contrats précaires, externalisation et sous-traitance ...), en accélérant les entrées en trésorerie et en limitant les sorties afin que cette trésorerie soit versée sous forme de dividendes aux sociétés holdings chargées du remboursement des divers emprunts. Les investissements, corporels et immatériels sont fortement limités. Les actifs considérés comme « hors du cœur de métier » sont cédés et une croissance externe, par acquisition d'autres entreprises, susceptible d'apporter très rapidement une croissance de l'EBITDA, est mise en œuvre, même si les effets peuvent se révéler désastreux à moyen terme.

Il est ainsi attendu que le prix de revente de l'entreprise, multiple donc de cet indicateur, permette de rembourser une partie de la dette tout en assurant de substantielles plus-values. Ces dernières sont d'autant plus assurées que les reventes pourront s'inscrire dans un bulle spéculative et conduisent généralement en France à la mise en place par le nouvel acquéreur d'un second L.B.O. Par essence, cette industrie fonctionne donc par cycles spéculatifs, soutenus par la faiblesse des taux d'intérêt et l'abondance de liquidités.

Conclusion

A partir du cas emblématique d'entreprises acquises par des fonds de capital-investissement, ce chapitre a essayé d'analyser les modalités de constructions des dispositifs financiers en reprenant leurs différentes composantes des dispositifs de gestion (rhétoriques, politiques et matérielles) et en les s'articulant à différentes logiques professionnelles. L'objectif était ainsi d'analyser le continuum mis en œuvre dévoilant la division du travail financier à l'œuvre tout en situant les rapports de force respectifs. Au regard des dispositifs de gestion, les dispositifs pourraient, à notre sens, être qualifiés de financiers à partir du moment où, œuvrant à une « liquidité » de l'entreprise en totale adéquation avec son processus productif, ils en écrivent et prescrivent son futur, sur un horizon dramatiquement restreint. Il est ainsi important de souligner que les oppositions entre gestionnaires de fonds et dirigeants œuvrent, au final, dans le sens d'un renforcement de la domination financière. L'appropriation par le dirigeant de l'entreprise du fonctionnement des dispositifs financiers ne fait que renforcer la puissance de ces derniers.

Sur ce dernier point il est intéressant d'analyser les conséquences de la crise survenue en 2007, en plein cycle spéculatif. Cette dernière a conduit à l'acquisition d'entreprises par des fonds de *Private Equity* à des prix excessivement élevés et en ayant recours à des endettements tout aussi importants. Ce « mur de la dette » a conduit à des compromis - renégociations d'emprunts auprès des prêteurs et apports de capitaux de la part des fonds - à des renversements de pouvoir de la part des prêteurs et à la montée au capital de certains d'entre eux. Malgré quelques modifications fiscales, les fondements de cette industrie financière ne semblent cependant pas, à ce jour, être particulièrement ébranlés.

Références :

Bédu Nicolas, Montalban Matthieu (2009), Une analyse de la diversité géographique des opérations de *private equity* en Europe : le rôle des configurations institutionnelles » in Dupuy Claude et Lavigne Stéphanie (dir.), *Géographie de la finance mondialisée*, La documentation française, Paris.

Benedetto-Meyer Marie, Maugeri Salvatore et Jean-Luc Metzger (2011), "Introduction" dans Benedetto-Meyer Marie, Maugeri Salvatore et Jean-Luc Metzger (2011) (dir.) *L'emprise de la gestion : la société au risque des violences gestionnaires*, L'Harmattan, p. 11-39.

Bourdieu Pierre (2005), *Le sens pratique*, les Editions de Minuit.

Brochard Delphine (2008), « Logiques de gestion du travail, environnements conventionnel et concurrentiel : des politiques de rémunération sous influences » in Thomas Amossé *et al.*, *Les relations sociales en entreprise*, La Découverte, 376-398.

Chambost Isabelle (2013), « De la finance au travail : sur les traces des dispositifs de financiarisation », *La Nouvelle Revue du travail*, (NRT), n° 3, <http://nrt.revues.org/1012>.

Chambost Isabelle (2014), « L'appropriation par les dirigeants des dispositifs financiers : une étude exploratoire de la relation dirigeants-investisseurs » avec Pascal Barneto, *La Revue du Financier*, n° 206, vol 36, p. 4-25 mars-avril.

Cheffins Brian et Armour John (2008), "The Eclipse of Private Equity", *Delaware Journal Corporate Law (DJCL)*, Vol. 33, No. 1.

Dore Ronald (2002), « Stock market capitalism and its diffusion », *New Political Economy*, Vol.7 n°1.

Dumesnil Gérard et Levy Dominique (2001), *The crisis of Néoliberalism*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

Cumming Douglas et Walz Uwe, (2010), "[Private equity returns and disclosure around the world](#)," *Journal of International Business Studies*, Palgrave Macmillan, vol. 41(4), pages 727-754, May.

Fenn George., Liang Jean. et Prowse Stephen (1995), *The Economics of the Private Equity Market*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.

Financial Services Authority (2006), *Private Equity: A discussion of Risk and Regulatory Engagement*, november

Froud Julie, Johal Sukhdev, Leaver Adam et Williams Karel, (2008), Ownership Matters: Private Equity and the Political Division of Ownership, CRESC, Working paper n°61.

Geuens Geoffrey (2011), *La finance imaginaire, Anatomie du capitalisme : des « marchés financiers » à l'oligarchie*, Aden.

Glanchat Jérôme, Lorenzi Jean-Hervé, Trainar Philippe (2008), *Private Equity et capitalisme français*, La Documentation française.

Gospel H. et Pendleton A. (2005), « Corporate Governance and Labour management : An international Comparison », in Gospel H. et Pendleton A. (eds) *Corporate Governance and Labour Management*, Oxford Press University, pp. 59-83.

Gottschalg Oliver (2007), *Private Equity and LBO*, Policy department economic and scientific policy, European Parliament, November.

Metzger Jean-Luc (2012), « Le changement perpétuel au cœur des rapports de domination », *SociologieS* [En ligne], URL : <http://sociologies.revues.org/3942>.

Montagne Sabine (2006), « *Les fonds de pension, entre protection sociale et spéculation financière* », Odile Jacob.

Morin François (1998), « le modèle français de détention et de gestion du capital. Analyse, prospective et comparaisons internationales », Rapport pour le Conseil Analyse Economique, Les éditions de Bercy, coll. Etudes.

Sauviat Catherine (2002), « Nouveau pouvoir financier et modèle d'entreprise : une source de fragilité systémique », *Revue de l'IREES*, n°40.

Spurk Jan (2012), « Le consentement fatal : pouvoir et domination aujourd'hui », *SociologieS*, [En ligne], Dossiers, Nouveaux rapports de pouvoir et formes actuelles de domination, URL : <http://sociologies.revues.org/4248>

Vaucher Antoine (2012), « L'avocat d'affaires : un professionnel de la classe dirigeante ? » in Lebaron Frédéric (dir.). « Comment les dominants dominent » *Savoir Agir*, Mars, p.39-48.

YAMINA TADJEDDINE

Introduction

Les termes de virtualité, de mobilité et de globalité sont usuellement rattachés au monde de la finance. Les flux financiers semblent être des nombres abstraits circulant à la vitesse la lumière entre des mondes informatisés. Assez logiquement, certains géographes ont perçu dans la mutation financière, l'avènement d'une ère nouvelle libérée d'ancrage territorial et national. L'internationalisation des échanges et la dématérialisation des titres financiers ont en effet permis la libre circulation des capitaux et l'interconnexion croissante des places financières. Pour autant, la finance n'est en aucune façon une abstraction apatride : elle est inscrite dans des territoires. La géographie de la finance étudie cette circulation tangible des capitaux en cartographiant les flux économiques impliqués. Analyser ainsi les traces territoriales de la finance permet d'aborder la financiarisation sous un angle nouveau en exhibant l'ancrage physique des objets financiers.

Garnier (2012) propose une généalogie des travaux en géographie financière. Le géographe français J. Labasse (1974) fut sans doute le premier à percevoir les nouvelles tensions engendrées par la mutation financière. Près de deux décennies plus tard, les géographes S. Sassen (1991) mais surtout R. Martin (1999) et D. Clark (2007) analysent les conséquences de la financiarisation sur les territoires. L'espace financier apparaît comme une réalité polymorphe impliquant non seulement les Etats, mais aussi les entreprises, les ménages, les dispositifs, les salariés, les régimes juridiques,.... A ce titre, l'intérêt porté à l'espace financier dépasse désormais le strict champ de la géographie et interpelle l'ensemble des sciences sociales.

La finance et l'économie ont initialement porté leur attention sur la destination de l'épargne nationale et sur l'origine des capitaux investis dans le territoire national. Les recherches menées par les socio-économistes suisses Crevoisier et Theurillat éclairent ainsi sur les effets de l'internationalisation du placement de l'épargne retraite en Suisse. Un deuxième ensemble de recherches, issu de la nouvelle économie géographique, met en exergue le poids croissant, voire excessif du secteur bancaire et financier dans les économies contemporaines (Phillipon et Reshef (2012), Capelle-Blancard et Tadjeddine (2007)). Le territoire est aussi l'occasion d'interroger les inégalités en pointant la ségrégation des riches (Pinçon, Pinçon-Charlot) et des pauvres et l'accroissement de ces inégalités socio-spatiales (Godechot (2013)). La question de la suprématie des places financières fait aussi l'objet d'une littérature foisonnante, où l'on trouve des travaux historiques sur l'histoire des capitales de la finance (Cassis, 2006) et des classements de places internationales (Reed, 1987). Des études plus socio-ethnographiques pointent aussi la géographie des salles de marché (Beunza et Stark, 2004). Enfin, la crise financière des sub-primes a révélé la nécessité impérieuse de l'étude de l'espace financier global.

Il est aussi intéressant d'analyser les traces urbaines de la finance. L'objet de ma contribution est l'étude de l'implantation de l'activité financière dans le bassin parisien. L'Ile de France regroupe près de 40% de l'emploi financier français (en 2012, l'INSEE comptabilise 330 298 emplois en Ile de France sur un total en France de 855 694). A cette concentration très forte à l'échelle nationale, s'ajoute aussi une concentration à l'échelle urbaine. Historiquement situés dans le cœur politique et économique de la capitale, les emplois financiers s'avèrent désormais dispersés dans la proche banlieue parisienne. La compréhension de la finance actuelle impose de plus de dépasser la question humaine en considérant aussi la localisation des ordinateurs. Précisons que les constats et les analyses présentés pour le cas

parisien s'avèrent vrais pour les autres places financières. Ainsi, Londres ou New-York ont eux aussi assisté ces dernières années à une dispersion des activités financières.

1. La concentration ancestrale de la finance dans le cœur économique et politique

Au XII^{ème} siècle, les activités de change s'établissent sur le Pont-aux-Change, qui relie le château royal situé sur l'île de la Cité aux quartiers économiques bordant la Seine, rive droite. L'activité financière s'installe par la suite rive droite, au Palais Royal puis rue Quincampoix où se déroule entre 1716 et 1720 l'épisode frénétique sur les titres de la Banque Royale. A la suite de quoi, l'arrêté royal du 24 septembre 1724 encadre l'activité financière et impose une centralisation des échanges dans l'hôtel de Nevers Lagneau-Ymonet et Riva, 2012). Napoléon restructure l'architecture bancaire et financière par une série de décrets à partir de 1801 et décide de la construction d'un nouveau bâtiment dédié aux échanges financiers, le palais Brongniart qui sera inauguré en 1826. La Bourse reste proche des lieux du pouvoir français, à savoir les palais du Louvre, des Tuileries et de l'Elysée et dans le cœur économique du Paris moderne. Elle constitue le centre névralgique autour duquel s'installe l'ensemble des organisations bancaires et financières tout au long du XIX^{ème} siècle. Elle bénéficie des aménagements urbains haussmaniens avec la construction de larges boulevards facilitant la mobilité des personnes et l'accès aux transports urbains avec la construction d'une station de métro en 1904. La Bourse fut aussi le premier établissement à disposer d'un bureau télégraphique, installé en toute clandestinité en 1830. L'aménagement de la plaine Monceau par les frères Pereire, agrandit vers l'ouest le cœur d'affaire parisien. De nombreux établissements bancaires investissent ces nouveaux beaux quartiers, entre le Parc de Monceau, Miromesnil et l'Etoile.

Les emplois en finance se concentrent donc dans les riches arrondissements de la rive droite : le I^{er}, notamment autour de la place Vendôme, le II^{ème}, le VIII^{ème}, le IX^{ème} (autour des grands boulevards), le XVI^{ème} (autour de l'Etoile) et le XVII^{ème} (entre l'Etoile et le Parc de Monceau). Ce constat est vérifié jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix. Ainsi, en 1993, 62% de l'emploi financier d'Ile de France était dans la capitale.

L'explication de cette concentration historique provient de la nature singulière du service financier. En premier lieu, la finance est un service immatériel au même titre que la recherche ou les services informatiques. La valeur de ces services provient des compétences humaines et des connaissances mobilisées. On pourrait penser que dans ces conditions et grâce aux nouvelles technologies de communication, les entreprises de ces secteurs pourraient s'installer où bon leur semble. Au contraire, on note une très forte concentration intra-industrie, la Silicon Valley étant une illustration emblématique. La présence de trois externalités d'agglomération explique ce phénomène paradoxal. Pour prospérer, ces activités doivent être à proximité des institutions de formation, des fournisseurs de services connexes (informaticiens, avocats, comptables) et des producteurs de connaissances (universités, médias, sièges sociaux, lieux de pouvoir). L'installation dans des quartiers centraux, bien desservis par les transports contribue à attirer et à conserver les meilleurs éléments.

Dans le cas de la finance, l'information est la source du profit (Tadjeddine 2010). En premier chef, l'actualité économique, financière, politique, sociale influence immédiatement les cours des titres. Il

importe donc d'être connecté aux médias. Historiquement, cette connexion était géographique³ ; à présent elle est électronique avec l'abonnement à des flux continus (Bloomberg par exemple). La proximité avec les centres du pouvoir procède aussi de cette même logique puisque les décisions publiques (fiscalité, réglementation, dettes publiques) ont un impact sur les cours mais aussi sur les comportements. Enfin, la connaissance de ce que font les concurrents est primordiale dans ce monde où prévaut une certaine opacité sur la nature des échanges (particulièrement dans l'espace des produits non réglementés). Les lieux de rencontre situés à proximité des espaces de travail, comme les cafés ou les clubs privés, sont fondamentaux pour la diffusion informelle de ces connaissances.

La seconde singularité du service financier réside dans l'impossibilité de connaître la qualité du travail fourni (cf l'autre contribution de Tadjeddine (2014) dans cet ouvrage). La localisation participe de cette construction du lien de confiance entre le client et la société financière qui facilite la relation marchande. L'adresse apporte la réputation, la garantie par le caractère symbolique associé par tous à ce quartier. Pinçon et Pinçon-Charlot (2007) parlent de « griffe spatiale » : l'installation historique de familles illustres donne un cachet inestimable à certains quartiers, qui attire la convoitise de sièges sociaux des grandes sociétés. La finance utilise depuis longtemps ce capital symbolique pour convaincre les clients de lui accorder la confiance du placement de leur patrimoine, tout comme le montre la localisation des sociétés de la famille Rothschild, que ce soit à Paris ou à Londres (Pinçon, Pinçon-Charlot, 1998). Une expatriation serait a contrario un signal négatif envoyé à la communauté.

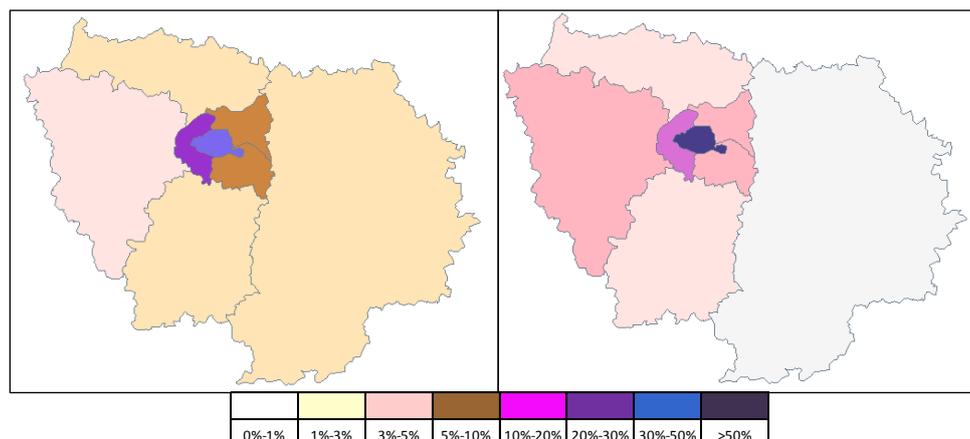
2. Division du travail financier et sub-urbanisation des activités

L'implantation historique vole en éclat au milieu des années dix-neuf cent quatre-vingt-dix avec le déplacement emblématique des activités de marché de la Société Générale à La Défense. Les institutions bancaires et financières suivent ce mouvement et en quelques années, La Défense devient l'épicentre de la finance. Un second mouvement, plus surprenant encore s'opère au tournant du vingt-et-unième siècle avec l'implantation d'activités financière dans les périphéries populaires (Plaine Saint Denis, Pantin, Villejuif, Montreuil). Résultat, alors que la financiarisation de l'économie s'est traduite par une augmentation de l'emploi financier entre 1993 et 2012 (303 927 à 330 298), le centre de Paris perd sur cette même période plus de 40 000 emplois.

Figure 1: L'emploi en finance en Ile de France entre 1993 et 2012

³ Jusqu'à la fin des années quatre-vingt dix, la presse française était située autour de la Bourse : sur la place (l'AFP, Challenges, Le nouvel Observateur), à l'angle est Réaumur/rue de Montmartre (NMPP, Le Figaro, Le Parisien, France-soir), sur les Grands Boulevards (Groupe Moniteur, La Tribune, Reuter, Le Monde).

Concentration de l'emploi en finance en Ile de France en 2012



Source : Y. Tadjeddine, données INSEE, logiciel Philcarto.

Les grands gagnants de ce mouvement qualifié de sub-urbanisation sont les départements des Hauts de Seine (37 447 emplois gagnés, soit un taux de croissance annuel de 273%), la Seine-Saint-Denis (14 170 emplois supplémentaires, soit un taux de croissance phénoménal de 434%) et le Val de Marne (13 744 emplois soit un taux tout aussi exceptionnel de 421%). Le visage de la finance a donc radicalement changé. Paradoxalement, certaines organisations financières emblématiques de la finance moderne, les *hedge funds* optent pour une localisation dans les beaux quartiers de la capitale.

La concentration historique génère des coûts de congestion. Le premier est évidemment le coût immobilier de l'installation de groupes dans le cœur de la capitale. L'effet sur le travail est ambivalent. La concentration permet d'attirer de nombreux salariés compétents et ainsi de réduire le temps de recherche côté employeur et côté employé. Mais elle engendre aussi une forte rotation des salariés et une pression à la hausse des salaires. La mutation financière a rendu possible la segmentation des métiers de la finance et par la même leur dispersion. Cette dynamique d'éclatement des lieux de production est observée depuis longtemps dans le secteur industriel. Ce mouvement est plus récent dans les services immatériels.

La localisation des activités ne dépend plus du secteur d'appartenance mais de caractéristiques propres à chaque tâche. Selon Leamer et Storper (2001), deux critères nous suffisent pour expliquer ces différentes évolutions. La première concerne la nature des compétences requises pour la tâche : sont-elles communes et standardisées ou spécifiques et rares. La seconde a trait au degré de codification du processus productif : est-il aisé de le traduire à travers des routines objectivables ou est-il personnalisé et *ad hoc* ? Les tâches requérant des compétences communes et qui sont aisément décrites à travers des routines ne sont pas à haute valeur ajoutée et sont externalisables. A contrario, des métiers avec un savoir spécifique et proposant un service sur-mesure à des clients sophistiqués sont conservés dans le groupe. Le tableau 1 résume cette grille de classification des métiers et donne des exemples d'emplois en finance.

Tableau 1 : Classification des métiers de la finance selon les critères de Leamer et Storper (2001)

	Compétences standardisées	Compétences spécifiques
Production routinière	(1) Back office sur des produits réglementés.	(3) Back et middle office sur des produits innovants et non réglementés
Production personnalisée	(2) Analystes financiers, vendeurs	(4) Front office, ingénieurs

La classe (1) regroupe des emplois où les tâches sont explicites et ne nécessitent pas de connaissances poussées en matière financière. Il en est ainsi des métiers de la comptabilité (*back office*) sur des instruments réglementés comme les actions ou les obligations. Dans la classe (2) figurent des emplois qui n'impliquent pas de connaissances expertes en matière financière mais dont le service fourni est adapté à chaque client. La relation de confiance nouée entre le client et l'employé financier est essentielle à la réussite de l'échange. Les analyses financiers et les vendeurs de produits réglementés entrent dans cette classe. La troisième classe regroupe des tâches où le travail en lui-même est répétitif mais la nature des produits traités implique une expertise financière. Nous retrouvons ici les activités *back* et *middle office* sur des produits complexes tels que les dérivés. Enfin, la quatrième classe fédère les tâches où l'expertise est de mise et où le processus de produit est intimement lié au client et au producteur. C'est le cas des activités de *trading* et de fabrication de contrats financiers.

Les activités financières à haute valeur ajoutée (tâches (3) et (4) du tableau 1) sont toujours concentrées dans le cœur économique, sauf que ce dernier s'est déplacé de Paris à La Défense. Sont restés dans les beaux quartiers de la capitale les métiers où il importe de séduire et donner confiance aux clients (tâches (2)). Enfin, les métiers standardisés de la finance ont migré dans les banlieues populaires ; les géographes qualifient ce dernier mouvement du sub-urbanisation. Londres a connu le même phénomène. La congestion de la City a été à l'origine de la construction de Canary Wharf. Les hedge funds ont élu domicile au cœur Mayfair, quartier de l'aristocratie anglaise. Enfin, près du quart des emplois financiers du bassin londonien sont désormais situés dans les banlieues.

3. La localisation des non-humains

La finance n'est plus uniquement une affaire d'humains. C'est aussi une localisation de serveurs informatiques. Les bureaux de La Défense sont en relation directe avec les *data centers* situés dans la périphérie parisienne⁴. La domiciliation de ces serveurs est devenue un enjeu stratégique mais les critères de localisation diffèrent de ceux des humains. On retrouve toutefois des effets d'agglomération. Ainsi, pour ne pas défavoriser le *trading* à haute fréquence londonien qui pâtissait du fait de la distance d'un retard de quelques nano-secondes, le serveur d'Euronext a été déplacé de la banlieue

⁴ La carte interactive de l'Atelier du Grand Paris <http://www.ateliergrandparis.fr/ateliersdebats/croaif/defense/#>

parisienne (Aubervilliers) à la banlieue londonienne (Basildon) en 2010. Par contre, de nouveaux critères entrent en jeu : la sécurisation des données et les besoins spécifiques d'aération imposent une installation dans des zones tempérées, non inondables et protégées. La ville de Boulder dans l'Etat du Colorado, au pied des Rocheuses est ainsi devenue l'épicentre des *data centers* de Wall Street.

Conclusion

L'échelle urbaine permet de révéler les traits singuliers du monde humain et non-humain de la finance. La mutation financière a contribué à reconfigurer l'espace financier. Les activités financières ne sont plus exclusivement localisées dans le centre-ville des grandes métropoles et les délocalisations se posent désormais pour les activités à faible valeur ajoutée. A l'échelle mondiale, la mutation financière a renforcé la concentration des activités financières à haute valeur ajoutée sur les places de Londres et de New-York et plus récemment de Hong-Kong et Singapour⁵. Paris qui concurrençait la suprématie londonienne dans la seconde moitié du XIX^{ème} siècle, occupe désormais une place de second rang.

Références :

- Beunza D. et Stark D., 2004, "Tools of the trade: the socio-technology of arbitrage in a Wall Street trading room," *Industrial and Corporate Change*, Oxford University Press, vol. 13(2), pages 369-400..
- Capelle-Blancard, G. and Y. Tadjeddine, 2007, "Les places financières : désintégration, suburbanisation et specialization", *Revue d'Economie Financière*, 90, octobre, p. 93-116.
- Cassis, Y., 2006, *Les capitales du capital*, Ed. Slatkine, Genève.
- Clark G., Wojcik D., 2007, *The geography of finance. Corporate Governance in the global marketplace*, Oxford University Press, Oxford.
- Crevoisier O., Theurillat T. et Araujo P., « Les territoires de l'industrie financière : quelles suites à la crise de 2008-2009 ? », *Revue d'économie industrielle*, 134, 2e trimestre 2011
- Godechot O., 2013, « Financiarisation et fractures socio-spatiales », *L'année sociologique*, vol. 63, n°1, p. 17-50.
- Granier C., 2012, « Quel dialogue entre économie financière et géographie de la finance ? Une approche bibliométrique », Présentation au séminaire SSFA, oct. 2012
- Labasse, J., 1974, *L'espace financier*, Armand Collin, Paris.
- Lagneau-Ymonet, P. et A. Riva, 2012, *Histoire de la Bourse*, Paris, La Découverte.
- Leamer, E.E., and M. Storper, 2001, "The Economic Geography of the Internet Age", *Journal of International Business Studies*, 32(4), 641-665.
- Martin, R., 1999, "The new economic geography of money", In R. Martin (Ed.), *Money and the space economy*, John Wiley & Sons, Chichester, 3-27.
- Pinçon M. et M. Pinçon-Charlot, 2007, *Sociologie de la Bourgeoisie*, La Découverte, Paris.
- Pinçon M. et M. Pinçon-Charlot, 1998, *Les Rothschild, une famille bien ordonnée*, La Dispute, Paris.
- Philippon T. et Reshef A., 2012, "Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909-2006", *Quarterly Journal of Economics*, p. 1551-1609
- Reed, H. C., 1981, *The pre-eminence of international financial centres*, Praeger, New York.
- Sassen S., 1991, *The Global City*, Princeton University Press, Princeton.
- Tadjeddine Y., 2010, « An Address in Mayfair or Vendôme Spatial Rationality of Hedge Funds », *Bank and Markets*, n°107, pp. 45-54.

⁵ Voir le classement annuel des centres financiers établis désormais par la Qatar Financial Centre Authority (<http://www.zyen.com/>)

12) LE ROLE DES ANALYSTES FINANCIERS DANS LA CONSTRUCTION SOCIALE DE LA VALEUR FINANCIERE,

ISABELLE CHAMBOST

Introduction

« Les marchés financiers pensent que... ». Cette assertion symbolise une conception réifiée des marchés financiers, implicitement porteuse d'une image d'homogénéité, résultant, pour certains, d'une convergence naturelle des anticipations et, pour d'autres, d'un fort construit social.

L'appréhension effective de cette intangible structure cognitive fait apparaître l'importance, longtemps occultée, de structures d'intermédiation financière au fonctionnement complexe (Adler et Adler, 1984). En son sein les analystes financiers disposent d'une étonnante visibilité, cristallisant l'intensité des soubresauts des marchés boursiers. Interlocuteurs privilégiés des directions d'entreprises, ils disposent de sources d'information qui confèrent à leurs travaux sur la valorisation des entreprises une attention particulière de la part des gérants de portefeuille, et plus largement, de l'ensemble de la communauté économique et financière.

Les analystes représentent également un rouage singulier dans la déclinaison des concepts et préceptes de l'économie financière néo-classique et de la finance, en termes d'efficience informationnelle des marchés financiers, de transparence et de gouvernance actionnariale. Un lien direct est ainsi établi entre le cours d'un titre sur les marchés financiers et une valeur dite fondamentale, censée synthétiser les informations issues de l'économie réelle. Cette valeur fondamentale demeurant à jamais inconnue, le prix courant sur le marché boursier en serait la meilleure estimation possible, compte tenu de l'information disponible à l'ensemble des investisseurs. Si l'on intègre la théorie de l'agence et celle des droits de propriétés, la question de l'information renvoyant à la notion d'information parfaite de l'équilibre général, devient ainsi essentielle, tant comme garante de l'efficacité socio-économique des marchés financiers que comme moyen d'instrumentation du contrôle des dirigeants.

La formation du jugement des analystes financiers représente, pour les chercheurs en économie financière et en finance, un des terrains d'applications de la prise de décision dite « en incertitude », appréhendée de manière purement intrapsychique, comme un exemple d'application des théories bayésiennes. Référents dans l'abord néoclassique des marchés financiers, les analystes cristallisent ainsi également l'intérêt de chercheurs en comptabilité désirant prouver l'apport de cette dernière aux théories financières orthodoxes. Si les recherches en finance comportementale introduisent la question des interactions sociales, celles-ci sont analysées comme des facteurs de biais, d'erreurs, voire de fautes, mettant en évidence des phénomènes de comportement mimétiques ou de conflit d'intérêt. Seule l'économie des conventions intègre les interactions comme constitutives de l'élaboration d'une valeur fondamentale, qui ne préexiste pas à l'échange mais qui en résulte (Orléan, 2005). Cette analyse n'intègre cependant pas véritablement la question des institutions.

Ce chapitre, en mobilisant les apports de la sociologie institutionnelle, de la sociologie économique et de la sociologie professionnelle, se propose donc d'analyser les dispositifs sociaux - structurations relationnelles, dispositifs symboliques et cognitifs - mis en place au sein de l'intermédiation financière afin d'instituer l'analyste financier en tant que professionnel garant de l'efficience informationnelle des marchés, et d'encadrer la formation de son jugement.

1. Les analystes financiers institués garants de l'efficacité informationnelle des marchés

L'étude de la construction du marché boursier français puis de l'unification monétaire européenne, permet de mettre en exergue les fondements de la professionnalisation progressive des analystes financiers.

- **Une professionnalisation s'inscrivant dans la constitution de l'espace monétaire européen**

Si l'analyse financière est pratiquée en France depuis le XIX^e siècle par des « ingénieurs conseil », des économistes ou des comptables, le métier d'analyste financier est beaucoup plus récent. Jusqu'à la fin des années quatre-vingt, les analystes étaient essentiellement employés dans les banques, 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 (Kirchhof-Masseron, 2007). Chez les agents de change, peu d'analystes étaient alors présents.

La transformation de ces derniers en sociétés de courtage et la création des sociétés de gestion comme entités autonomes, évolution initiée à partir de la fin des années quatre-vingts et rendue obligatoire, dans la perspective de la zone euro, par la directive européenne du 10 mai 1993 sur les sociétés d'investissements, conduisent à la structuration actuelle (Kleiner, 2003). La prééminence du marché financier et le fait « qu'il ait toujours raison » se traduit, pour les sociétés de gestion, dans la diffusion des principes de gestion benchmarkée, gestion réalisée en référence à un indice boursier, censé représenter le marché en réduction. Une division de travail s'instaure dans les sociétés de gestion et, en miroir, de manière isomorphique, dans les sociétés de courtage, entre les économistes - analysant les évolutions des paramètres macro-économiques - les stratégestes - définissant le poids relatif à accorder à chacun des secteurs - les analystes - chargés du classement en relatif des titres d'un secteur donné - et les vendeurs, chargés de contacter les clients. Cette division du travail décline la division théorique prônée par la théorie moderne du portefeuille développée par Markowitz, et approfondie par Sharpe et Tobin, fondée sur trois phases, la détermination de la rentabilité d'un titre, l'analyse des combinaisons d'actifs permettant de trouver les portefeuilles « efficaces » combinant de manière optimale risque et rentabilité, et le choix du portefeuille adapté au client. De nouvelles structurations des relations s'opèrent. Au sein des sociétés 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 ». Ils deviennent également les interlocuteurs des analystes *buy-side*, chargés de valider la cohérence financière de leur raisonnement et d'en opérer une synthèse personnalisée à leurs gérants.

Le métier d'analyste va progressivement obtenir une reconnaissance juridique. La Société française des analystes financiers (SFAF) est à l'origine des référents déontologiques consignés dans le code afférent de 1992, réactualisé en 2002. Les textes réglementaires de ces dernières années ont fortement renforcé ces derniers aspects afin de faire face à de possibles remises en cause de la légitimité des analystes financiers. Ces règles ont été reprises par le règlement du Conseil des marchés financiers de 2002, par le Code de bonne conduite de l'AFEI-FBF ainsi que par le règlement de l'Autorité des marchés financiers, qui définit précisément, à partir de 2005, les conditions d'exercice de cette profession.

- **Une expertise fondée sur les théories financières orthodoxes**

Cette professionnalisation prend ancrage dans une légitimité fondée, en premier lieu, sur l'expertise qui est dévolue à l'analyste financier par des instances économiques et sociales, eu égard au rôle qui lui est assigné, de garant de la qualité de l'information sur les marchés boursiers. Cette expertise se décline

dans l'articulation des connaissances académiques, issue de la théorie financière, avec les connaissances en action (Abbott, 1988). En « digérant » un corpus important d'informations et en les transformant en recommandations, l'analyste opère la transformation d'un « capital intellectuel » en « capital économique ». Il assure la liaison et, plus largement, crédibilise la relation entre ceux qui ont besoin de capital et ceux qui le détiennent, en « absorbant l'incertitude » (Fogarty et Rogers, 2005, p.341).

Cette expertise leur offre un assise hautement symbolique et leur permet de se distinguer d'autres professions, telle que celle des journalistes financiers. Mais la principale césure va être celle posée entre l'analyse financière dite « fondamentale » et l'analyse financière appelée « chartiste ». D'un point de vue théorique, la première dénie toute légitimité à la seconde, considérant que l'évolution aléatoire des cours voue à l'échec toute tentative de prévisions sur la base des cours passés. D'un point de vue opérationnel, cette césure repose sur le champ des informations censées être mobilisées, considérées comme « exogènes au marché » pour la première, et « endogènes au marché » pour la seconde, ainsi que sur la distinction des horizons temporels de référence, de long terme pour l'analyse fondamentale (c'est-à-dire de quelques jours à quelques mois) et de court terme pour l'analyse chartiste (c'est-à-dire de quelques heures à quelques jours).

Mais si la théorie financière est censée poser les fondements de la recherche fondamentale mise en œuvre par l'analyste, elle n'en apporte pas les solutions de mise en œuvre opérationnelle.

Comme l'analyse Abbott (1988), le cœur de l'articulation entre professions et travail réalisé repose sur l'articulation de trois activités - le diagnostic, l'inférence et le traitement – et plus particulièrement sur la phase d'inférence. La phase de « diagnostic » réalisée par l'analyste est souvent présentée comme la phase de collecte et d'analyse des informations. Elle consiste à transformer le problème présenté en un problème pouvant être analysé en accord avec le système de connaissances développé par la profession, en l'occurrence la théorie financière. La phase de « traitement » se résumerait, pour l'analyste financier, au fait d'élaborer les prévisions et de poser une recommandation d'achat ou de vente. Le cœur de l'expertise se situe donc dans cette phase d'inférence, de catégorisation et de modélisation de l'entreprise évaluée. Par l'articulation de « savoir formel et d'efficacité pratique, de connaissances abstraites et de procédures concrètes, de classifications légitimes et d'actions professionnelles » cette phase intermédiaire a vocation à être difficilement cernable pour les personnes extérieures à la profession (Abbott, 1988, p.49-50).

Nous nous intéresserons donc dans les développements suivants à analyser les dispositifs sociaux mis en œuvre pour encadrer la valorisation réalisée par l'analyste financier et lui permettre un relatif ajustement à l'évolution des cours boursiers.

2. Une construction de la valeur, institutionnellement encadrée

La structuration relationnelle de l'analyste financier précédemment présentée se conjugue à la mise en place de systèmes symboliques référents. Apportant aux analystes les structures de comparaison et d'interprétation pour le choix et l'analyse des informations retenues, ils vont également permettre une mise en comparaison publique et immédiate des travaux des analystes entre eux.

• Les analystes gardiens de la valorisation financière

Différents dispositifs financiers « balisent » le travail de l'analyste en construisant des similitudes, en rassemblant, en polarisant et donc en excluant, puis en comparant (Douglas, 2004). Tout au long du travail de l'analyste, ces dispositifs vont permettre la construction d'équivalences assurant une mesure commune et la construction d'une « commensurabilité » (Espeland et Stevens, 1998). Ils interviennent ainsi notamment lors de la décision de couvrir -ou non- une société donnée, lors de la catégorisation de

cette dernière, en structurant la manière dont le regard va être porté et la valorisation réalisée, lors de la distinction des informations susceptibles d'avoir « une traduction financière » ainsi que lors de l'appréhension des informations déjà prises en compte par le marché.

Les indices boursiers servent de référence dans le choix de couverture de telle ou telle société, choix qui recouvrent des préoccupations commerciales et des préoccupations plus « cognitives ». Les premières sont centrées sur la capitalisation des sociétés cotées, représentative de leur importance sur le marché, et sur la liquidité de leurs titres, représentative de leur facilité de revente. Les secondes sont centrées sur l'appartenance sectorielle, dont découlent les grilles d'analyse mises en œuvre par les analystes, conduisant dans les grandes sociétés de courtage, à une spécialisation des analystes par secteur.

Ce processus de classification au sein des indices conduit à mettre en exergue les sociétés appartenant à différents indices et à reléguer celles n'y appartenant pas (Douglas, 2004), l'exclusion pouvant provenir d'une trop faible capitalisation et/ou de la difficulté à s'insérer dans un secteur donné, en raison d'activités trop diversifiées ou trop différentes. L'enjeu, pour les sociétés désireuses d'être couvertes par les analystes, consiste à mettre en place un « processus d'isomorphisme » conduisant à être reconnu au sein d'une catégorie tout en essayant, au sein de la catégorie, de se différencier. Par ailleurs, la catégorisation par secteur d'appartenance permet aux analystes financiers de procéder à une modélisation relativement sommaire, permettant de centrer leur analyse sur un ou deux indicateurs clés de mesure de la performance, considérés comme représentatif du secteur considéré (évolution effective du chiffre d'affaires au regard de ce qui était attendu par exemple) ainsi que sur les indicateurs d'alerte (ou *drivers*), censés permettre de cerner et d'anticiper les événements qui, financièrement, vont affecter la société avec un lien direct de causalité.

Dans le choix des informations à retenir face à la pléthore de ces dernières, les analystes se fondent sur deux principales distinctions fondées sur leur rapport au marché, les informations « intégrables » et « intégrées » - ou non - par ce dernier. L'analyse de la prise en compte de l'information dite socialement responsable met ainsi en évidence la manière dont une sélection s'opère sur la base de l'existence d'une possible "traduction financière". Il sera ainsi retenu les informations pour lesquelles un lien univoque a été socialement construit et communément reconnu entre cette information et l'évolution d'un indicateur de performance (Chambost et Benchemam, 2010). L'analyse de la prise en compte du changement de référentiel comptable avec le passage à des normes comptables internationales spécifiquement destinées aux investisseurs, met également en évidence cette nécessité de construction de référents. Le changement de référentiel comptable n'a en effet nullement été pas appréhendé par les analystes financiers comme l'opportunité d'une amélioration de l'information communiquée ; leurs préoccupations étaient centrées sur l'attente de communication, par les sociétés cotées, des impacts de ces « nouvelles règles du jeu » (Biondi et Chambost, 2009).

« Gardiens » des structures sociales et cognitives des marchés financiers, on pourrait ainsi se demander si les analystes contribuent au maintien du « système » (Zuckerman, 1999) et/ou, de manière plus proactive, le construisent (Beunza et Garud, 2007). L'analyse ci-après du rôle dévolu au consensus des analystes financiers va permettre d'apprécier la force centralisatrice de ce dispositif et la structuration des rapports de force au sein de cette profession.

- **Des gardiens sous surveillance**

Comme les cours boursiers, l'opinion des différents analystes financiers sur un titre donné fait l'objet d'une diffusion publique et quasi instantanée sous la dénomination de « consensus des analystes ». Ce

dispositif est construit par des sociétés d'information financière à partir des informations remontées par les sociétés de courtage, qui disposent en retour du « consensus ».

Selon Euronext le consensus permet de « dégager un sentiment de place sur une anticipation » et de « ne pas se fier à l'opinion d'un seul analyste ». Il se révèle en fait un formidable outil d'homogénéisation et de convergences des pratiques. Par la représentation créée, ce dispositif oriente les regards sur les recommandations et sur certaines informations chiffrées. Rendant ces informations commensurables, il structure les pratiques, rendant également commensurables les analystes.

Outil d'information et d'anticipation du « marché » le consensus apporte des repères. Selon le degré d'information de l'analyste, l'utilisation qui sera faite du consensus peut varier d'une recherche d'ancrage d'ensemble à la reconstitution des hypothèses retenues par ses confrères. Il apparaît cependant que si l'apport du consensus peut être énoncé en tant que source d'informations, c'est surtout la question de l'interprétation de l'information par les autres analystes qui transparait ainsi qu'une anticipation de leurs comportements.

Le consensus se révèle être également une référence, dans le sens où l'analyste doit savoir se situer vis-à-vis du consensus. Tant le vendeur de la société de courtage, que le gérant de la société de gestion vont demander à l'analyste de situer ses prévisions et ses recommandations au regard du positionnement de ses confrères et d'identifier les raisons sous-tendant des écarts éventuels.

Mais la véritable dimension disciplinaire du consensus apparaît à travers l'action induite sur le comportement de l'analyste. Son caractère normatif transparait dans le fait qu'être dans le consensus peut avoir comme effet de rassurer, et qu'être en dehors doit être assumé. L'existence du consensus induit des orientations en termes de stratégie comportementale qui peuvent être formulées, en termes statiques, par le fait de savoir s'y ajuster ou de savoir « se distinguer sans s'isoler » Galanti (2007). Car, en raison du caractère public de ce dispositif, l'analyste subira d'autant plus les conséquences de la responsabilité de son conseil erroné qu'il se sera trompé « seul ». Mais le véritable enjeu s'énonce en dynamique comme la capacité de pouvoir être « en avance » sur le consensus. Il s'agit alors d'acquérir une visibilité et un degré élevé de conviction : il ne suffit pas d'avoir anticipé les événements mais surtout d'avoir été suivi par les investisseurs.

En effet, si le consensus présente sans pondération les prévisions des différents analystes, certains disposent d'un poids sans commune mesure avec celui des autres. Une hiérarchie s'opère ainsi selon la taille de la société de courtage à laquelle l'analyste appartient, les relations que l'analyste aura réussi à tisser avec les directions des différentes sociétés cotées et l'importance des clients en termes de portefeuilles gérés. Ces derniers, en réalisant les opérations d'achat conseillées, vont en effet être susceptibles d'avérer les recommandations. Derrière l'exposition publique de l'analyste financier se tissent des pratiques de rencontres à l'occasion de présentations privées (*road-shows*), entre les gérants de portefeuille et les sociétés cotées (Chambost, 2015). Ces dernières délèguent l'organisation de ce type d'événement à l'analyste financier de leur choix. Ce dernier, devenu logisticien, pourra ainsi « côté cour » s'imprégner des ressentis véhiculés et tester ses propres hypothèses.

Conclusion

L'élaboration du jugement des analystes financier s'effectue en plein cœur du marché, en articulation directe avec les autres acteurs. Bien loin de la modélisation mathématique prônée par la théorie financière, le processus mis en œuvre pour cette évaluation à caractère fortement social questionne également la dichotomie traditionnellement réalisée par la théorie économique entre des informations

de nature endogène au marché et des informations qui seraient de nature exogène et soulève pleinement les conditions sociales qui pèsent sur leur interprétation.

Références :

- Abbott A. (1988), *The System of Professions. An Essay on the Division of Expert Labor*, University of Chicago Press.
- Adler P., Adler P., (1984), « Introduction », ADLER P.A. ET ADLER P. (coord.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, Greenwich, CT JAI Press, 1-18.
- Beunza, D. and Garud, R. (2007) « Calculators, lemmings or frame-makers? the intermediary role of securities analysts » *The Sociological Review*, 55 (s2), p.13-39.
- Biondi Y. et Chambost I. (2009), « Gouvernance, transparence et encastrement cognitif des marchés financiers : Le cas des analystes financiers », *Revue française de gouvernance d'entreprise*, n° 5, p. 105-135.
- Chambost I. et Benchemam F. (2010), « Quand l'analyse ISR devient financière : Une analyse des dispositifs cognitifs et organisationnels de légitimation », *Économies & sociétés*, t. 44, n° 11, p.1799-1825.
- Chambost I. (2015), « Analyser les dispositifs d'évaluation des analystes financiers : une clé d'entrée dans les coulisses des marchés financier » in *Processus d'invisibilisation et de reconnaissance dans le travail*, O. Cléach, J.P. Durand et G. Tiffon (dir.), Paris, Octarès.
- Espeland W. and Stevens M. (1998), Commensuration as a Social Process, *Annual Review of Sociology*, Vol. 24, 313 -343.
- Fogarty, T.J. and Rogers, R.K. (2005), Financial Analysts' Reports: An Extended Institutional Theory Evaluation, *Accounting Organizations and Society*, 331-356.
- Douglas, M. (2004), *Comment pensent les institutions ?*, La Découverte.
- Galanti S. (2006), *Les analystes financiers comme intermédiaires de l'information*, Thèse de Doctorat, université Paris-X.
- 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, 42-50.
- Orlean A. (2005), « Réflexions sur l'hypothèse d'objectivité de la valeur fondamentale », Bourghelle D., Brandouy O., Gillet R., Orléan A. (coord.), *Croyances, représentations collectives et finance*, Economica, pp. 21-39.
- Zuckerman, E.W. (1999), « The Categorical Imperative: Securities Analyst and Illegitimacy Discount », *American Journal of Sociology*, vol. 104, n°5, mars, 1398-1438.