Ecole Doctorale Economie, Gestion et Espace
Institut de Recherche en Gestion

La Gestion des Ressources Humaines dans l'industrie de l'investissement institutionnel :

Le cas des analystes financiers français sell-side

Thèse présentée et soutenue publiquement
le 30 juin 2009
en vue de l'obtention du
DOCTORAT EN SCIENCES DE GESTION
(Arrêté ministériel du 7 août 2006)

par

Faycel BENCHEMAM

JURY

Directrice de thèse :

Madame Julienne BRABET
Professeure à l'Université Paris Est
Institut d'Administration des Entreprises Gustave Eiffel

Rapporteurs :

Monsieur Didier CAZAL
Professeur à l'Université Lille 1
Institut d'Administration des Entreprises

Monsieur Gérald NARO
Professeur à l'Université Montpellier 1

Examinateurs :

Monsieur Frank BOURNOIS
Professeur à l'Université Paris 2 - Assas

Monsieur Pierre CHOLLET
Professeur à l'Université Paris Est
Institut d'Administration des Entreprises Gustave Eiffel

L'université de Paris-Est n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse.

Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

A mon père.

Remerciements

Je tiens tout d'abord à remercier vivement Messieurs les Professeurs Frank Bournois, Didier Cazal, Pierre Chollet et Gérald Naro, d'avoir accepté d'évaluer ce travail doctoral.

Que serait ce travail sans Julienne Brabet ? Ma directrice de recherche, lors de notre première rencontre, m'a accueilli en qualifiant la thèse de processus de « compagnonnage ». Après ces années, ce qualificatif s'avère des plus justes et je peux dire aujourd'hui que c'est elle qui m'a véritablement formé à la recherche. Je la remercie pour sa disponibilité sans faille et son exigence très forte sans lesquelles ce travail n'aurait pu aboutir.

Je tenais également à remercier mes collègues et amies pour leur travail de relecture et leurs précieux conseils tant sur la partie théorique qu'empirique. Merci donc à Isabelle Chambost, Géraldine Galindo et Laëtitia Le Thielleux ; véritables anges gardiens de ce travail.

Le soutien sans faille de ma famille : ma mère, mes deux sœurs ainsi que mon frère, fut inestimable. Mon père, qui avait commencé avec moi ce chemin, n'a pu malheureusement le voir aboutir. Je pense beaucoup à lui.

Enfin, la partie empirique de cette thèse n'existerait pas sans la bonne volonté des nombreux analystes financiers qui malgré un emploi du temps très souvent chargé, ont accepté avec bienveillance, enthousiasme ou curiosité de me consacrer une partie de leur temps.

Table des matières

Introduction générale 10

Première Partie : le rôle de l'analyste financier comme acteur des marchés financiers dans la littérature 17

Introduction 18

Chapitre 1 - L'analyste financier au cœur du développement des marchés financiers et de la financiarisation de l'économie 23

1. Le contexte général : l'internationalisation des marchés financiers et le développement d'une industrie de la gestion collective concurrentielle 24

2. La financiarisation de l'économie française et les transformations des modes d'organisation et de gestion des capitaux 30

A) Le constat 30
1) La montée des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises 30
2) L'adoption des critères d'investissement anglo-saxons et la naissance d'une véritable industrie 31
B) La relation analystes-gérants, variable centrale de l'industrie de la gestion collective 35

3. L'émergence des analystes *sell-side* et l'apparition de difficultés 39

A) La professionnalisation et la visibilité des analystes *sell-side* 40
B) La question du coût de la recherche 47
C) La pression à générer du courtage et le mimétisme dans l'évaluation des entreprises 52
1) La pression à générer du courtage 52
2) Le mimétisme 57
D) L'apparition des conflits d'intérêts 60

4. Les solutions proposées par la littérature professionnelle : vers une analyse financière indépendante 61

Synthèse du chapitre 1 65

Chapitre 2 - Le modèle néo-classique d'efficience des marchés et ses prolongements dans la littérature juridique 66

Paragraphe 1 : Le travail de l'analyste financier vu par le modèle néo-classique ou théorie financière classique : Un acteur économique rationnel au cœur d'un marché efficient 68

1. Le concept d'efficience des marchés et ses incidences sur l'analyse financière.....68

A) Analyse du concept.....68
B) Le rôle de l'analyste financier dans le modèle néo-classique.....70

2. L'évaluation du travail de l'analyse dans ce cadre conceptuel.....72

Paragraphe 2 : L'analyste financier régulé par le droit : Un professionnel indépendant contribuant à l'efficience informationnelle situé au cœur d'un modèle juridique de valeur actionnariale.....75

1. L'analyste financier au cœur du modèle juridique de la shareholder value.....79

A) Des mécanismes juridiques renforçant les modalités de gouvernance actionnariale....79
B) Le modèle français ou l'évolution du droit français des sociétés cotées vers un modèle néo-classique.....86
C) La valorisation par les analystes financiers du primat de l'actionnaire.....93

2. Les implications méso-économiques des transformations juridiques : une plus grande concurrence entre structures, une information plus efficiente.....99

A) Le cadre juridique de la déréglementation.....99
1) Une multiplication des structures encouragée par le droit.....99
2) Une meilleure organisation des marchés.....105
B) Droit des marchés financiers et efficience informationnelle.....106

3. Les implications micro-économiques du droit : le contrôle juridique des analystes financiers au service de la transparence informationnelle.....108

A) La position du droit : prévenir les conflits d'intérêt et protéger les investisseurs.....109
B) Les dispositions juridiques encadrant l'organisation du travail des analystes financiers et la production d'analyse financière.....114
1) Les normes organisationnelles.....117
2) Les normes régissant la communication interne au sein de la structure où est employé l'analyste.....118
3) Les normes régissant les modes de rémunération.....118
4) Les conséquences sur la production d'analyse financière 119

Synthèse du chapitre 2.....121

Chapitre 3
Les approches critiques du modèle néo-classique du marché financier : La finance comportementale et les études sociales de la finance.....122

1. Les travaux centrés sur le comportement des acteurs : finance comportementale et école des conventions.....123

A) La finance comportementale 123
B) L'école des conventions ou l'étude de la « finance autoréférentielle » (Orléan, 2004).....126

2. L' « espace social » de la finance de marché.....131

A) La finance de marché, lieu de socialisation et d'appropriation du profit.....132
B) Les études historico-sociologiques ou la description d'un modèle de gestion du travail corporatiste.....136
C) L'historique du métier d'analyste financier.....138

3. La convergence vers un modèle anglo-saxon de gestion du travail.....141

A) Des politiques de rémunération incitatives qui s'expliquent par un marché du travail fortement concurrentiel et dynamique.....142
B) L'adoption de pratiques RH du modèle anglo-saxon et leur diffusion aux banques d'investissement françaises.....144

Synthèse du chapitre 3.....150

Synthèse de la revue de littérature et perspectives de recherche.....151

1. L'analyste financier : un acteur situé et influencé.....151
2. Des modes de gestion incomplets dans leur description ou mal définis.....153
3. La mobilisation de cadres théoriques interdisciplinaires.....160

***Seconde Partie : Étude empirique des modes de gestion des analystes financiers*.....**163

Introduction.....164

Chapitre 1 : Démarche empirique, cadres théoriques et méthodologiques.....165

1. Les cadres de références théoriques et méthodologiques.....165

A) Une approche interdisciplinaire.....165
B) Une approche multi méthodes.....169
1) Le recueil de l'information.....170
1.1 L'entretien comme mode principal de recueil des informations.....171
1.2 Le recueil de la documentation.....174
2) L'analyse des informations.....178

2. La démarche de la recherche empirique.....183

A) Les étapes de la recherche : de la phase exploratoire à la phase intensive.....183
B) L'échantillonnage 185
C) La construction du guide d'entretien.....194
D) La préparation et la conduite de l'entretien 199
E) Les attitudes pendant l'entretien.....203
F) Les catégories de l'analyse des données.....206

Synthèse du chapitre 1.....212

Chapitre 2 : Des mutations de l'industrie de l'investissement institutionnel aux modes de gestion des analystes financiers et leurs conséquences.....213

1. Les analystes financiers face aux mutations du champ de l'industrie de l'investissement institutionnel.....213

A) La construction par le droit français du champ de l'industrie de l'investissement institutionnel.....214
B) *Brokerage* et *Asset management* : des organisations structurées de façon parallèle 217

2. Les configurations stratégiques et organisationnelles dans lesquelles s'inscrivent les modes de gestion.....220

A) Vers des stratégies de niche.....220
1) L'expansion des sociétés de courtage dans les années 1990.....222
2) Les désillusions et les charrettes : les conséquences du krach de 2001.....224
3) L'adoption de nouvelles stratégies ou comment se différencier.....229

B) Des bureaucraties professionnelles adoptant des dimensions mécanistes.....231
1) Les modes de division du travail.....231
2) La spécialisation sectorielle.....236

3. L'identification des modes de gestion et de leur influence sur les analystes.....239

A) Les pratiques d'évaluation et de rémunération.....240
1) De l'évaluation des gérants.....240
2) ... à celle des analystes.....244

B) La communication.....253
1) La communication interne.....253
2) La communication externe.....257

C) L'organisation du travail….....258
1) Une prépondérance des activités marketing.....258
2) ...valorisée par des actions de communication interne.....265
3) Les autres caractéristiques de l'activité exercée.....266

D) L'emploi marqué par.....270
1) Le recrutement.....270
2) La carrière ou la prégnance de logiques individuelles dans la mobilisation des parcours professionnels.....273

4. La différenciation des identités au travail.....278

A) Le modèle de retrait.....282
B) Le modèle du manager.....283
C) Le modèle du technicien fondamentaliste.....286

D) Le modèle du carriériste.....288
E) Le modèle des nostalgiques de la communauté 290

5. Synthèse et Interprétation des résultats de l'étude empirique.....292

Conclusion générale.....297
1. Synthèse des principaux apports de notre recherche.....298
2. Les conséquences de la crise financière sur l'industrie de l'investissement institutionnel et les modes de gestion des acteurs.....300
3. Implications pratiques de nos recherches.....312
4. Limites et suites de nos recherches.....314

Bibliographie.....319

Annexes.....339

Introduction générale

« Peut-on accepter que les analystes financiers croient que les entreprises font uniquement de l'argent, et non pas, par exemple, des chaussures ? »

Peter Drucker, 8 janvier 2000

Janvier 2003. Nous assistons à l'Ecole des Mines de Paris à un débat relatif à la relation entre actionnaires et dirigeants de sociétés cotées. L'invité, Bernard Collomb, alors PDG de Lafarge est interpellé dans la salle par un jeune homme qui se présente comme « analyste financier » de la Société Générale. L'échange est assez vif. L'analyste financier n'hésite pas à contredire de façon relativement arrogante le manager, lui somme de « fournir des explications », prend à partie l'assistance en invoquant son «expertise des marchés »... Qui était ce salarié/analyste, à peine plus âgé que nous ? Quelle légitimité lui permettait d'interpeller haut et fort le Président d'une multinationale cotée en bourse dont l'expertise managériale était reconnue depuis plus de trente ans ? Comment expliquer la déférence dont faisait preuve malgré tout Bernard Collomb à son égard ?

Cet événement est une illustration remarquable de la place prépondérante qu'ont pris les analystes financiers au sein d'une économie française de plus en plus financiarisée et indubitablement, la première question que nous nous sommes posée était bien : mais qui sont donc ces salariés qui font trembler les plus grands dirigeants des sociétés cotées et dont les analyses sur les stratégies d'entreprise sont relayées continuellement par la presse économique, financière et managériale ? Profitant du développement spectaculaire des marchés financiers au cours de la précédente décennie, ces professionnels ont su s'imposer comme acteurs incontournables de leur fonctionnement. En effet, au cours de la période 1996-2006, les marchés financiers internationaux ont connu un développement considérable en même temps que s'est constituée une véritable industrie de l'investissement institutionnel. Cette industrie s'est structurée autour des investisseurs institutionnels qui comprennent les sociétés chargées de gérer des portefeuilles d'instruments financiers pour le compte de tiers avec trois principales institutions : les fonds communs de placement, les fonds de pension et les compagnies d'assurance (Brancato,1997). La gestion des fonds collectés par ces investisseurs institutionnels est confiée concrètement à des gestionnaires d'actifs, des « money managers » que ceux-ci soient employés directement par les investisseurs institutionnels ou appartiennent à des entreprises auxquelles sont déléguées les missions de

gestion. Afin de réaliser leurs investissements, les gestionnaires de fonds de ces entreprises vont alors faire appel aux analystes financiers chargés d'étudier des sociétés cotées en bourse pour produire à leur destination une opinion concernant l'évolution de la valeur des actions. En fonction de la structure au sein de laquelle ils opèrent ainsi que de la destination de leurs recommandations, on distingue deux catégories d'analystes financiers : les analystes financiers *sell-side* et *buy side.* Employés par les investisseurs institutionnels, les analystes financiers *buy-side* conseillent en interne les gérants sur leurs stratégies d'investissement et les valeurs à insérer dans leurs portefeuilles. Leur production d'analyse financière est ainsi destinée à un usage strictement interne, ce qui tend à les distinguer des analystes financiers *sell-side*. Ceux-ci, employés le plus souvent par des sociétés de courtage (appelées aussi de *brokerage*) produisent en effet des recommandations d'investissement à destination de leurs clients investisseurs institutionnels afin d'orienter leurs ordres d'achat ou de vente sur les sociétés cotées, ce qui fait d'eux en quelque sorte des prescripteurs d'idées. A la suite de ces recommandations, les gestionnaires de fonds sont amenés à passer leurs ordres de bourse auprès des sociétés employant les analystes financiers *sell-side*. Nous montrerons que le champ de l'industrie de l'investissement institutionnel est largement structuré par ces deux acteurs : gestionnaires de fonds et analystes financiers *sell-side* dont les productions influencent de façon notable les marchés financiers. Selon de nombreux auteurs (notamment : Hirsch, 1972 et Zuckerman, 1999 pour le marché américain ; Choinel et Rouyer, 2002 et Galanti 2006 pour le marché français), les analystes financiers *sell-side* exercent une influence significative dans l'industrie de l'investissement institutionnel. En effet, seules leurs prévisions sont véritablement tournées vers les marchés d'action qui ont connu une expansion considérable, comme en témoigne le quadruplement de la capitalisation boursière observé en France de 1992 à 2002 (Source : Euronext). La nécessité de guider ces investisseurs face à la multiplication des palettes d'actifs à leur disposition ainsi qu'une certaine médiatisation de leurs recommandations explique la plus grande visibilité de cette catégorie spécifique d'acteurs, les analystes *sell-side*, au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel. Si cette profession est relativement ancienne aux Etats-Unis de par le dynamisme beaucoup plus précoce des marchés d'actions ; en France, ce n'est qu'au cours des années 1990 qu'elle s'est véritablement développée. L'analyste financier *sell side* apparaît donc comme un acteur central des marchés financiers, autour duquel se forme l'évaluation des entreprises cotées. L'émergence de cet acteur trouve sa justification dans la production d'analyse financière qui constitue la modalité officielle de son action sur les marchés financiers et qui guide les gestionnaires de fonds.

C'est autour de cette figure de l'analyste financier que s'est progressivement structurée notre question de recherche. En tant qu'apprenti chercheur en gestion nous nous sommes spontanément demandé comment ces analystes étaient gérés dans le champ de l'industrie de l'investissement institutionnel et quelle influence exerçait ces modes de gestion sur leurs représentations et sur leurs pratiques (Bournois et Brabet, 1993, p. 23 et 25) et cela d'autant plus que de nombreux dysfonctionnements de l'analyse financière étaient soulignés dans la littérature scientifique ou managériale. Nous avons constaté que cette littérature nous proposait fort peu de travaux spécifiquement centrés sur les réponses aux questions que nous nous posions. Nous avons donc tenté de rassembler d'abord les informations éparses qui concernaient le travail de l'analyse financière, sa contextualisation, ses effets vertueux et pervers. Nous avons dans le même temps essayé d'identifier et de différencier les cadres de références théoriques qui s'affrontaient dans l'analyse des analystes et plus souvent des autres acteurs de la finance, les niveaux d'entrée, macro-économiques, organisationnels, individuels adoptés et les méthodologies proposées. Cela nous a permis progressivement d'approfondir notre problématique en situant mieux notre objet de recherche et notre positionnement de chercheur pour préparer une étude empirique visant à combler les lacunes identifiées dans la littérature.

Nous présentons cette revue de littérature **dans la première partie de notre thèse**. Nous avons organisé cette présentation en trois chapitres. Nous abordons dans un premier temps la construction du métier d'analyste financier telle qu'elle s'inscrit dans l'évolution des marchés financiers et dans la croissance de l'industrie de l'investissement institutionnel mais aussi l'émergence de difficultés liées à l'analyse et les solutions qui y sont proposées *(chapitre 1)*. Nous poursuivons par une analyse du cadre de référence théorique qui a largement contribué à la structuration de ces phénomènes en les inspirant et les légitimant, celui de l'efficience des marchés financiers, et soulignons ses incidences sur la régulation par la loi du métier d'analyste financier *(chapitre 2)*. Cette théorie financière classique ne porte guère d'intérêt à l'influence de la gestion du travail des acteurs de la finance sur leurs productions, en particulier celle des analystes. Elle ne croit pas en cette influence et représente un acteur « désincarné », prenant des décisions rationnelles qui contribuent à rendre le marché plus efficient. Les théories et les travaux critiques que nous étudions par la suite *(chapitre 3)* portent plus attention aux comportements concrets des acteurs financiers : la finance comportementale et l'économie des conventions se centrent sur ces comportements (en aval de ce que nous développerons dans notre propre recherche), elles ciblent les comportements

sur les marchés. Tandis que les recherches socio-économiques consacrées à l'espace de la finance mènent leurs études en mobilisant à la fois une approche historique des institutions et des métiers de la finance, d'une part, et une approche synchronique centrée sur les pratiques actuelles de gestion des acteurs, d'autre part. Ces études se sont plutôt intéressées aux traders.

Nous retiendrons principalement de cette revue de la littérature, l'importance du rôle de l'analyste financier comme acteur des marchés financiers et qu'il n'existe pas encore de recherches globales sur les modes de gestion des analystes financiers. Cet état de l'art nous permettra aussi d'identifier le contexte général d'émergence de l'analyste financier sur les marchés financiers. Il nous aidera à situer à l'intérieur des grands courants des sciences sociales, les convergences et divergences qui s'établissent sur les modes d'investigations et les représentations de la gestion actuelle ou souhaitable du travail de quelques-uns des principaux acteurs de la finance, parfois plus ponctuellement des analystes financiers.

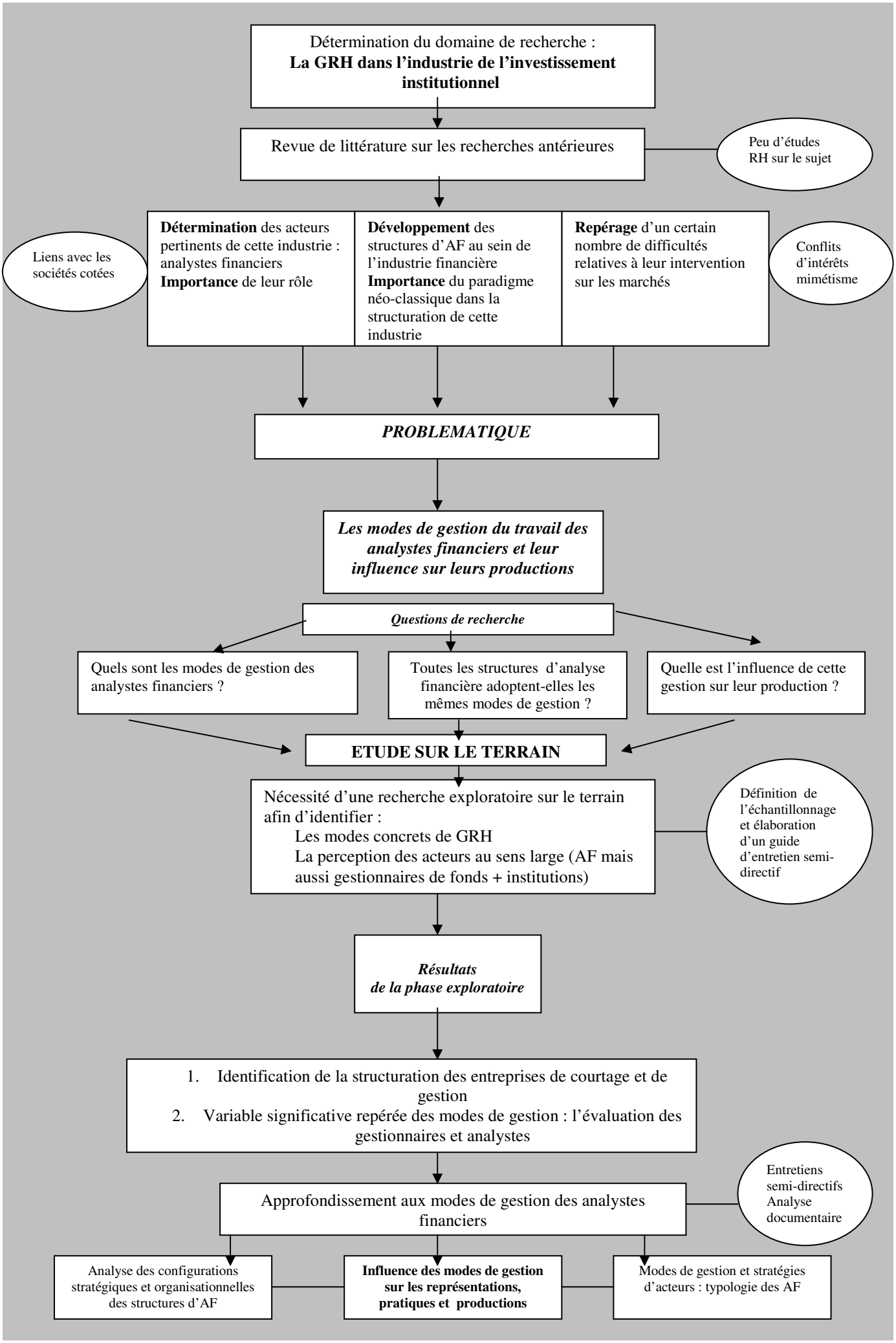
Ayant achevé cette revue de littérature et interrogé plusieurs experts pour valider nos interprétations nous avons pu mieux situer notre objet de recherche, en amont par rapport à celui des études qui se centrent sur les acteurs intervenant directement sur les marchés et sur les effets de leurs comportements, en amont aussi de la majorité des études portant sur les analystes puisque nous nous centrons sur leurs modes de gestion en les contextualisant. Nous avons donc choisi d'investiguer les modes de gestion des analystes financiers qui conseillent les « money-managers », en explorant à la fois les organisations dans lesquelles se structurent ces modes de gestion et les effets qu'ils exercent sur les représentations et les pratiques de ces acteurs ainsi que finalement sur leur production. Nous avons donc considéré ces acteurs à la fois comme situés et influencés, comme développant des stratégies face aux méthodes qui leur sont appliquées. Nous avons ainsi mis l'accent sur le sens qu'ils attribuent à leur environnement et leur action : c'est-à-dire sur leurs représentations. Nous n'avons pas ignoré pour autant leur situation de travail et en particulier la manière dont ils sont gérés et non plus pour la comprendre, les établissements dans lesquels ils exercent leurs fonctions. Nous avons repéré les logiques organisationnelles et stratégiques que ceux-ci-ci adoptent face à une concurrence exacerbée, aux exigences des investisseurs institutionnels anglo-saxons, à l'évolution du droit qui habilitent et contraignent ces logiques. Nous aurions quelques difficultés à définir notre approche selon les standards les plus classiques en sciences de gestion. Elle est évidemment compréhensive quand dans la perspective de l'individualisme méthodologique (Boudon, 1979, 1986) nous privilégions l'appréhension des logiques d'action

des analystes financiers. Nous privilégions alors aussi l'entretien semi-directif comme outil de recueil de l'information. En même temps lorsque nous étudions la construction des institutions qui encadrent l'action des analystes, de leurs stratégies, de leurs méthodes de gestion, nous adoptons une approche plus objective et nous reposons aussi sur des données secondaires, des analyses documentaires, des études statistiques, des entretiens avec des experts, même si nous considérons ces institutions, ces stratégies et ces méthodes comme produites par des acteurs comme conséquences de leurs actions intentionnelles mais aussi non intentionnelles. Nous nous situons ainsi (modestement) dans le cadre épistémologique et les perspectives ontologiques définis par Anthony Giddens (1987) lorsqu'il indique *« Les concepts d'action, de signification et de subjectivité, ainsi que leurs relations à ceux de structure et de contrainte, représentent l'enjeu principal de ces perspectives. Les sociologies interprétativistes reposent sur un impérialisme du sujet individuel alors que le fonctionnalisme et le structuralisme affichent un impérialisme de l'objet sociétal. La destruction de ces deux empires est l'un de mes principaux objectifs dans cet effort d'élaboration de la théorie de la structuration* » (p.50). Nous nous sommes appuyés pour mener notre étude empirique sur un ensemble de corpus théoriques permettant de mettre en évidence ce que Anthony Giddens dénomme la dualité du structurel, l'interaction entre agents et structures, et de dépasser l'opposition entre macro et micro. L'ensemble des questions relatives aux cadres de référence de notre recherche, aux principes présidant aux méthodes de collecte, d'analyse des données et de choix d'échantillonnage sera traité dans le premier chapitre de **la seconde partie de notre travail doctoral consacrée à l'exposé de notre recherche empirique.**

Le second chapitre en présentera les résultats. Nous verrons comment l'industrie de l'investissement institutionnel s'est structurée grâce au droit et à l'homogénéisation et la standardisation des pratiques de travail entre structures de gestion et d'analyse financière. Ensuite, nous analyserons plus particulièrement les configurations stratégiques et organisationnelles des institutions qui emploient les analystes. Enfin, cette partie présentera la façon dont se construisent, à partir des modes de gestion, les identités au travail, les pratiques et les productions des analystes financiers.

Nous retraçons dans la figure 1 ci-dessous le design général de notre travail doctoral visant à répondre à une question de recherche que nous résumerons dans les termes suivants : ***Quels sont les modes de gestion des analystes sell-side et comment influencent-ils leurs représentations, leurs pratiques et finalement leurs productions ?*** Il ne s'agit pas pour nous d'investir le champ de la finance de marché mais de nous situer résolument dans celui d'une gestion des ressources humaines contextualisée (Brabet, 1993 ; Pichaut et Nizet, 2000) dont nous pensons qu'elle peut apporter des connaissances précieuses en particulier dans les moments de crises majeures qui secouent les marchés et les économies. C'est dans une telle situation que nous sommes plongé au moment où s'achève notre travail doctoral, nous essaierons d'en évaluer les implications **dans notre conclusion**.

Figure 1 : le design général de la recherche


Détermination du domaine de recherche :
La GRH dans l'industrie de l'investissement institutionnel
Revue de littérature sur les recherches antérieures
Peu d'études RH sur le sujet
Liens avec les sociétés cotées
Détermination des acteurs pertinents de cette industrie : analystes financiers
Importance de leur rôle
Développement des structures d'AF au sein de l'industrie financière
Importance du paradigme néo-classique dans la structuration de cette industrie
Repérage d'un certain nombre de difficultés relatives à leur intervention sur les marchés
Conflits d'intérêts mimétisme
PROBLEMATIQUE
Les modes de gestion du travail des analystes financiers et leur influence sur leurs productions
Questions de recherche
Quels sont les modes de gestion des analystes financiers ?
Toutes les structures d'analyse financière adoptent-elles les mêmes modes de gestion ?
Quelle est l'influence de cette gestion sur leur production ?
ETUDE SUR LE TERRAIN
Nécessité d'une recherche exploratoire sur le terrain afin d'identifier :
Les modes concrets de GRH
La perception des acteurs au sens large (AF mais aussi gestionnaires de fonds + institutions)
Définition de l'échantillonnage et élaboration d'un guide d'entretien semi-directif
Résultats de la phase exploratoire
1. Identification de la structuration des entreprises de courtage et de gestion
2. Variable significative repérée des modes de gestion : l'évaluation des gestionnaires et analystes
Approfondissement aux modes de gestion des analystes financiers
Entretiens semi-directifs
Analyse documentaire
Analyse des configurations stratégiques et organisationnelles des structures d'AF
Influence des modes de gestion sur les représentations, pratiques et productions
Modes de gestion et stratégies d'acteurs : typologie des AF

Partie I

Le rôle de l'analyste financier comme acteur des marchés financiers dans la littérature

Introduction

Répondre à notre question de recherche qui vise à identifier les modes de gestion des analystes financiers pour comprendre leur influence sur les représentations et les pratiques de ces acteurs et donc sur leurs productions, exige, en préalable, une exploration des travaux déjà existants sur ce sujet. La difficulté de notre recherche provient précisément du fait qu'il n'existe pas de travaux s'intéressant directement et globalement aux modes de gestion des analystes financiers et à leurs effets. Nous disposons, il est vrai, d'abondantes informations relatives aux acteurs de la finance fournies par littérature économique, financière, juridique, et sociologique. Néanmoins les recherches dont celles-ci sont issues sont disparates par les méthodologies utilisées pour les produire mais surtout par le champ qu'elles définissent. Cependant même si leurs perspectives et finalités sont éloignées des préoccupations des chercheurs en gestion des ressources humaines, certaines analysent de façon plus ou moins détaillée le travail de ces acteurs de la finance de marché que sont les analystes. Elles nous permettent non seulement de mieux saisir le contexte global du travail des analystes financiers (à travers par exemple l'étude des phénomènes économiques de financiarisation de l'économie française et de développement des marchés financiers) mais aussi nous apportent quelques éléments d'information souvent dispersés sur le travail concret des analystes. Ces éléments d'information doivent être constamment restitués dans notre propre perspective de recherche.

Au service d'un triple objectif poursuivi, de revue de la littérature, d'approfondissement de notre problématique et d'explicitation du cadre théorique de notre recherche, nous analyserons dans *un premier chapitre* les champs de recherche relatifs au développement des marchés financiers et de l'industrie de l'investissement institutionnel qui en a constitué le cœur au cours des dix dernières années. L'émergence de l'analyste financier, en tant qu'acteur majeur de l'industrie de l'investissement institutionnel, ne peut en effet se comprendre sans l'analyse des phénomènes économiques qui ont permis la montée en puissance de cette industrie : le développement spectaculaire des marchés financiers a entraîné de profondes transformations dans les modes de gestion des capitaux et explique l'accentuation des besoins en analyse financière à destination des investisseurs. Parmi les manifestations de ces transformations, l'une des plus visibles et, surtout la plus importante pour les chercheurs en gestion des ressources humaines, est la professionnalisation de deux

catégories d'acteurs : les gestionnaires de fonds (ou *asset managers*) définis comme « *demandeurs d'information* » (Galanti, 2006) pour leur besoins d'investissement, d'une part, auxquels répondent les analystes financiers, « *fournisseurs d'informations* » et prescripteurs d'actions pour les investisseurs, d'autre part. Nous rejoignons l'analyse de Hirsch (1972) et Zuckerman (1999) qui considèrent comme significative l'influence des analystes financiers dans l'industrie de l'investissement institutionnel, de par leurs recommandations et prévisions à destination des investisseurs et nous nous centrerons donc plus tard sur leurs productions.

Comprendre la structuration de l'industrie de l'investissement institutionnel, implique de s'intéresser au paradigme dominant de la finance de marché : **le modèle néo-classique d'efficience des marchés financiers** (*Efficient Market Hypothesis* ou théorie financière standard). Cette théorie sera analysée dans un *deuxième chapitre*. Ce modèle légitime et structure les évolutions constatées dans le chapitre 1, principalement dans la prise en compte par les acteurs du marché de la maximisation de la valeur actionnariale et par le législateur de cette même maximisation comme de la nécessité de l'indépendance de l'analyse. Nous étudierons aussi dans ce deuxième chapitre les incidences de la théorie néo-classique sur le cadre juridique de l'analyse financière.

Fondé sur une hypothèse d'efficience informationnelle, le modèle néo-classique suppose que le prix formé reflète au mieux, compte tenu de l'information disponible, la valeur fondamentale de l'entreprise. Les analystes financiers en tant qu'agents économiques rationnels sont censés être au cœur de ce mécanisme de l'efficience. Ils contribuent, par leur travail d'évaluation des actifs à destination des investisseurs, à rendre le marché plus efficient. Cependant, la théorie financière classique ne porte guère d'intérêt à l'influence de la gestion du travail des analystes sur leur production d'analyse financière. Elle ne croit pas à cette influence et met en scène un acteur désincarné, prenant des décisions rationnelles. A travers l'adoption de modèles qu'elle considère comme objectifs, elle cherche à déterminer comment la production d'analyse financière peut contribuer à rendre le marché plus efficient.

Le modèle néo-classique trouve ses prolongements dans **le droit des marchés financiers** qui considère l'analyste financier comme un professionnel indépendant contribuant à l'efficience informationnelle. Nous verrons que la théorie néo-classique de l'efficience des marchés constitue le postulat sous-jacent des politiques françaises et européennes de déréglementation visant à faire de l'exploitation des marchés financiers, une

activité concurrentielle. Leur but a été la constitution d'un grand marché unifié d'instruments financiers, allant du très court terme au très long terme, au comptant et à terme, ouvert à tous les agents économiques, organisant une information indépendante et la concurrence entre les différents acteurs (entreprises de marché, acteurs intervenant sur les marchés : entreprises d'investissement, banques). La législation a mis en place une concurrence effective entre les divers lieux et modes d'exécution des ordres, quel que soit leur statut**,** en respectant des normes de transparence et de divulgation d'informations sur les ordres traités afin de limiter les asymétries informationnelles. *Le premier objectif* poursuivi par le droit des marchés financiers est de permettre aux investisseurs de voir leurs ordres exécutés dans les meilleures conditions et au meilleur coût, et d'organiser les principales modalités d'une concurrence pure et parfaite. Instaurer des conditions favorables aux investisseurs, c'est tout d'abord « discipliner » les analystes financiers en prévenant les conflits d'intérêt et en assurant une information optimale. Le droit tente ainsi d'organiser certains aspects de la relation de travail entre l'analyste et son employeur afin de minimiser les conflits d'intérêts et de garantir l'indépendance de ce salarié. L'étude de ce cadre juridique dans lequel évoluent les analystes financiers nous paraît donc indispensable à la compréhension de certains modes de gestion encadrés par le droit, celui-ci constituant un « outil de gestion » (Amman et Le Thielleux, 2006). *Le second objectif* des dispositions juridiques a été d'adapter le droit aux nouvelles exigences de rentabilité des investisseurs qui constituent les premiers clients des structures d'analyse financière et de véritables « consommateurs » d'analyse financière. C'est ainsi que nous montrerons à travers l'étude de la littérature juridique comment le droit français a évolué au cours des dix dernières années vers des dispositions juridiques de plus en plus favorables aux intérêts de ces actionnaires, renvoyant à un modèle particulier de gouvernance des entreprises cotées fondé sur le primat de l'actionnaire, que les analystes financiers ont largement contribué à diffuser.

Le troisième chapitre de notre revue de littérature examinera les courants théoriques critiques remettant en cause les conclusions de la théorie financière classique qui décrit un acteur économique désincarné et agissant de façon rationnelle.

Ainsi, **la finance comportementale** analyse les comportements des analystes financiers afin d'expliquer le mécanisme d'allocation des prix sur les marchés financiers. Dans ce cadre théorique, le comportement d'acteurs à la rationalité imparfaite peut rendre compte de certaines anomalies du marché, et les chercheurs tentent d'analyser l'influence des

biais cognitifs sur les cours boursiers. Ces différents travaux traduisent tous une vision particulière des marchés financiers centrée sur *le comportement des acteurs*. Enfin, les travaux issus de **l'école des conventions** inspirée des travaux de Keynes analysent quant à eux le fonctionnement du marché financier et le comportement des acteurs à partir du concept de représentation sociale ou de convention.

Par ailleurs**, le courant sociologique** des « études sociales de la finance » se veut une analyse des pratiques sociales, des acteurs et des institutions de la finance, les situant dans un espace social spécifié. Il comporte une dimension historique importante pour la compréhension de la professionnalisation des analystes financiers mais qui explique surtout l'émergence en France au cours des années 1990 d'une gestion particulière du travail de ces acteurs, à l'imitation de ce qu'ont connu les structures anglo-saxonnes.

Nos recherches se situent en amont de la plupart des travaux concernant la production d'analyse et les anomalies des marchés. Il nous semble indispensable de trouver dans l'ensemble des travaux de la littérature des éléments explicatifs de cette gestion spécifique du travail des analystes financiers afin de mieux comprendre les enjeux actuels de ces acteurs et de ceux qui les gèrent. Il ne s'agit pas pour nous d'investir le champ de la finance de marché avec les deux modes d'investigation bien établis que sont le modèle néo-classique d'efficience des marchés et la finance comportementale. Ces recherches en finance de marché ont pour objectif principal de parvenir à une certaine efficience des marchés financiers en décryptant **l'influence des acteurs de la finance sur les cours boursiers**, alors que nous tentons d'appréhender les modes de gestion des analystes et leurs effets sur leurs productions d'analyse financière. Aussi, au travers de la littérature économique et financière, tentons-nous prioritairement de comprendre comment les différents courants appréhendent la gestion du travail des analystes et son influence sur leur comportement pour nous situer nous-mêmes dans le champ d'une gestion des ressources humaines contextualisée.

De façon générale, nous verrons que les recherches abordées dans cette revue de littérature mettent en avant les interactions fortes entre les principaux acteurs de l'industrie de l'investissement institutionnel. Elles proposent ainsi, selon nous, une première approche, du contexte global de la chaîne de production (« *the whole business chain* », suivant l'expression employée par la Commission Européenne pour caractériser l'industrie de l'investissement institutionnel) dans lequel s'inscrivent les sociétés cotées. Le recensement des difficultés

posées par la fonction d'analyste (et particulièrement celui proposé par l'Autorité des Marchés Financiers-AMF-) montre bien que c'est ce contexte global dans lequel évolue l'analyste qui est susceptible de créer des conflits d'intérêts. Ce contexte implique les sociétés cotées et les structures (principalement les banques d'investissement multi-capacitaires ou universelles) dans lesquelles évoluent des salariés, gestionnaires de fonds ou analystes. Nous tentons de tenir compte dans notre travail de recherche de ce contexte global en essayant de décrypter les liens entre les différentes structures et acteurs de cette industrie de l'investissement institutionnel où se construisent les relations entre analyse financière et sociétés cotées.

La prédominance d'un modèle néo-classique, perceptible dans la littérature juridique et financière mais aussi dans les représentations des acteurs de la finance, entraîne des pratiques de maximisation de la valeur qui sont incarnées dans les logiques d'investissement de l'industrie de la gestion collective et les pratiques de management des entreprises cotées. Ces processus complexes commencent à peine à être explorés par des recherches pluri disciplinaires. Dès lors, il semble essentiel de mieux comprendre comment s'organise le travail de ces acteurs majeurs de l'industrie de l'investissement institutionnel que sont les analystes financiers. Ainsi, comme nous le verrons au cours de cette première partie, certains chercheurs expliquent que l'organisation même du travail des analystes par secteurs (pour davantage de lisibilité dans le suivi des valeurs des sociétés cotées) influence, en partie, les stratégies de recentrage des firmes. Cette organisation du travail constitue l'une des dimensions des modes de gestion des ressources humaines de ces acteurs que nous observerons, mais non la seule. Nous regardons certes à l'intérieur de l'organisation les modes de GRH, à savoir « la gestion hiérarchique d'une relation salariée stable » (Brabet, 2002) mais nous analysons aussi bien les liens entre organisations (notamment le contexte concurrentiel ou les habilitations et contraintes produites par le droit) que les liens entre acteurs et structures au sein du marché (comme par exemple la mobilité des analystes entre structures). **Répondre à notre problématique exige impérativement de saisir ces dimensions dans *leur globalité*,** et non seulement à travers l'étude des processus de communication interne, d'organisation du travail, de rémunération et d'emploi. Saisir l'ensemble de ces dimensions, que nous qualifions de *modes de gestion du travail*, nous permettra en définitive lors de l'étude empirique que nous mènerons de comprendre leur éventuelle influence sur les représentations, les pratiques et les productions des analystes financiers.

Chapitre 1
L'analyste financier au cœur du développement des marchés financiers et de la financiarisation de l'économie

Depuis les années 1980, les pays occidentaux connaissent une financiarisation croissante de leur économie due à une augmentation considérable des patrimoines financiers et une sophistication croissante de la sphère financière (Pansard, 2002). Le rôle des investisseurs institutionnels, dans la constitution d'une véritable industrie de la gestion collective chargée de gérer une épargne exponentielle, dans cette financiarisation est indéniable. L'analyste financier est un acteur essentiel de l'industrie de l'investissement institutionnel. Il est en quelque sorte un « prescripteur d'idées » à destination des gérants de cette industrie, leur fournissant des recommandations d'achat ou de vente d'instruments financiers, principalement des actions de sociétés cotées. Ces recommandations vont guider les choix d'investissement effectués sur les marchés financiers.

L'émergence et la meilleure visibilité de l'analyste au cours des années 1990 s'explique ainsi par le développement spectaculaire des marchés financiers et la naissance d'une véritable industrie de la gestion collective (**1.**). La naissance de cette industrie en France ne peut se comprendre sans expliciter le phénomène de financiarisation de l'économie française qui a entrainé une transformation des modes d'organisation et de gestion des capitaux où domine la relation analystes financiers/gérants de portefeuille (**2**.). L'émergence de ces acteurs et notamment des analystes financiers *sell-side* a entrainé l'apparition de nombreuses difficultés à partir des années 2000 (**3.**), suscitant des initiatives visant à traiter ces dysfonctionnements (**4.**).

1. Le contexte général : l'internationalisation des marchés financiers et le développement d'une industrie de la gestion collective concurrentielle.

Les marchés internationaux de capitaux se sont développés de manière spectaculaire au cours des vingt dernières années, en même temps qu'est apparue une véritable industrie de la gestion collective. Cette expansion a été particulièrement importante en France durant la décennie 1990, la capitalisation boursière y a alors été multipliée par quatre :

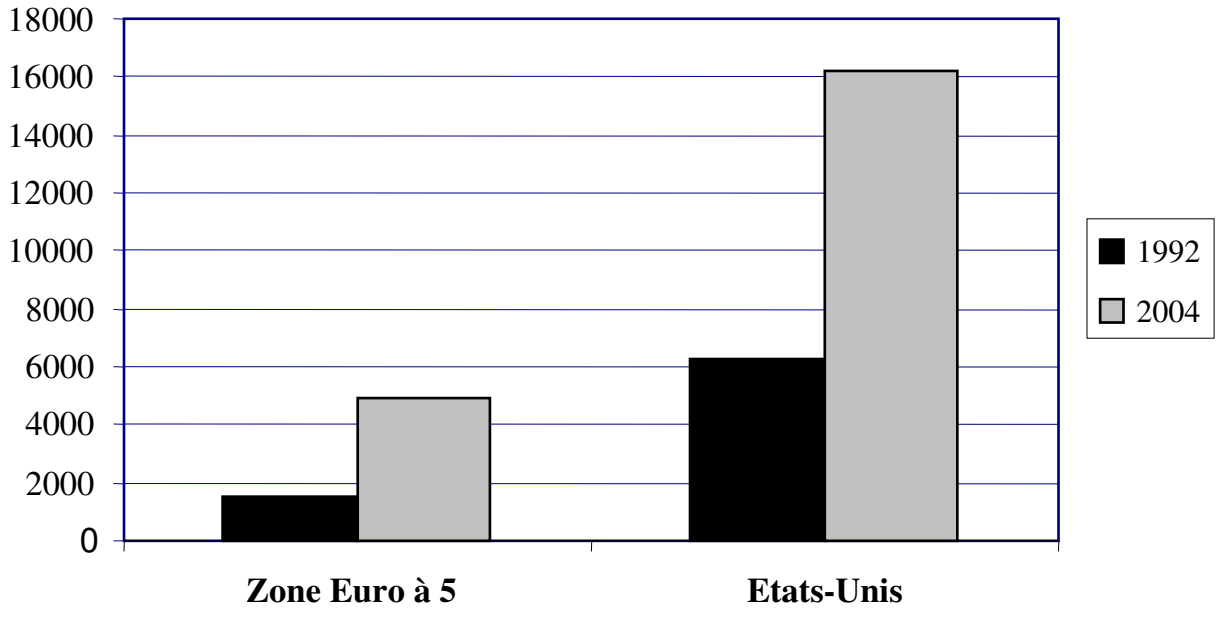
Tableau 1 : Evolution de la capitalisation boursière des principales places internationales
en millions de US$

Source: Euronext, *World Federation of Exchanges* ; Gespach *et al.* (2005)

	1990	1995	1999	2000	2002
Nasdaq	310 800	1 159 940	5 204 620	3 597 086	1 994 494
NYSE	2 692 123	5 654 815	11 437 597	11 534 613	9 015 271
Deutsche Börse	355 311	577 365	1 432 167	1 270 243	626 014
Euronext	335 636	619 859	1 372 766	2 271 728	1 538 654
Londres	850 012	1 346 641	2 855 351	2 812 230	1 800658

La croissance annuelle moyenne des en cours gérés par les investisseurs institutionnels sur la période 1992-2004 est elle aussi spectaculaire comme l'illustre le graphique ci-dessus

Figure 2 : Encours gérés par les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les OPCVM (en milliards de monnaie locale)
Source : F. Pansard, Autorité des Marchés Financiers (2005)



Mais c'est à partir du début des années 1990 que la France s'impose comme un des leaders mondiaux de la gestion institutionnalisée de l'épargne (Plihon, 2003). Avec 1 600 milliards d'euros d'actifs, elle occupe aujourd'hui la quatrième place mondiale en matière de gestion pour compte de tiers (Pastré, 2006). Grâce à la modification du cadre législatif français que nous analyserons de façon approfondie dans le chapitre 2, un marché concurrentiel de la gestion d'actifs va s'organiser (Baudru et Palpacuer, 2002) dans lequel vont s'engouffrer les fonds de pension anglo-saxons qui arrivent en France dans le cadre de leur politique de diversification durant la seconde moitié des années 1990.

Le rôle des investisseurs institutionnels dans cette expansion a été prépondérant. Le Comité sur le Système financier mondial (*Committee on the Global Financial System –CGFS, 2003*), chargé du suivi de la stabilité des marchés financiers internationaux pour les gouverneurs des banques centrales du G 10, appréhende les structures de l'industrie de la gestion collective à travers la notion de « gestionnaires institutionnels » comprenant l'ensemble des sociétés ou des professionnels qui constituent et gèrent des portefeuilles pour le compte de leurs clients, investisseurs individuels et sociétés. On distingue au sein des investisseurs institutionnels trois principales institutions : les organismes de placement collectifs ou fonds communs de placement (OPCVM, fonds alternatifs ou *hedge funds*), les fonds de pension (à cotisations ou à prestations définies) et les compagnies d'assurance (assurance-vie). Ainsi, de façon générale, le terme d'investisseur institutionnel désigne-t-il un investisseur dont les fonds sont gérés par des managers professionnels (*portofolio managers*) à l'intérieur d'une organisation et qui investit au profit d'un groupe d'individus, d'une autre organisation ou d'un groupe d'organisations (Brancato, 1997). Cotta (2005) définit ces investisseurs institutionnels comme l'ensemble des organisations dont la fonction est de garantir dans le futur la couverture d'un risque inconnu à l'avance en matière de vie (prévoyance et assurance-vie), dommages, couverture des retraites (générale et complémentaires), couverture des dépenses de santé. Afin de couvrir leurs engagements, ils adossent leurs passifs à des actifs financiers et immobiliers. Avec deux possibilités, la pratique d'une gestion directe de ces derniers ou la gestion déléguée (achat d'OPCVM externes ou mise en place d'un mandat de gestion). Les principales modalités de gestion peuvent être résumées comme suit :

	OBJECTIFS	MOYENS	EXEMPLES
Gestion passive ou indicielle	Chercher à répliquer la performance d'un indice de performance Idée : les marchés sont efficients, il est impossible de battre le marché	→ investir dans des actifs sans risque et acheter parallèlement des contrats à terme sur l'indice → acheter les valeurs entrant dans la composition de l'indice	Fonds de réplication qui collent à l'indice Fonds « tiltés » qui ont dans leur portefeuille quelques éléments extérieurs à l'indice
Gestion active ou quantitative	Battre le marché	déterminer une *allocation stratégique* d'actifs, en principe stable sur moyenne période (quelques années), puis une *allocation tactique* (quelques mois) de répartition des différentes classes d'actifs retenus dans la composition du portefeuille, une *allocation géographique* et enfin *une sélection de valeurs* (révisable à chaque comité de gestion, voire quotidiennement). Sélectionner certains titres jugés sous-évalués Suppose un travail d'équipe (gestionnaires, analystes financiers, économistes) Système normé grâce au contrôle : comparaison permanente avec le benchmark	Gestion *bottom-up* : qualités → intrinsèques de l'entreprise + secteur économique + pays + environnement macro-économique Gestion *top-down* : Qualités des fondamentaux éco. du pays + secteur éco. + définition de valeurs cibles Gestion *growth-stock* : sélection d'entreprises performantes sur le long terme et leaders sur un secteur Gestion *value stock* : sélection de valeurs sous-évaluées par rapport à leurs fondamentaux financiers
Gestion alternative	Recherche d'une performance absolue décorrélée des indices (*absolute return*)	Utilisation d'une vaste gamme d'instruments financiers et de nombreux paramètres économiques, financiers techniques ou de circonstances (volatilité, liquidité...) Recours intensif aux systèmes experts, nouvelles technologies et aux modèles économétriques complexes	*Hedge funds*

Tableau 2 : Les principales modalités de la gestion d'actifs
Sources : Capelle-Blanchard *et al.* (2004) ; Choinel et Rouyer (2002)

Finalement, même si ces produits collectifs diffèrent sensiblement suivant les législations de chaque pays, ils fonctionnent selon un même principe. Ces produits collectifs proviennent d'épargnants confiant leur épargne à des organismes gérés par une banque, une société de gestion ou une compagnie d'assurance. Ces organismes placent cette épargne dans un portefeuille diversifié de valeurs mobilières (actions et obligations, négociables sur le marché boursier ou marché des capitaux à long terme) ou de titres du marché monétaire (ou marché de capitaux à court et moyen terme). Suivant les pays, on assiste à une place plus ou moins importante de ces institutions qui vont répondre aux besoins spécifiques des investisseurs : les fonds de pension dominent aux États-Unis où s'opère une véritable concentration de l'épargne américaine en leur sein, tandis que les compagnies d'assurances gèrent l'essentiel des portefeuilles au Japon. En France, les fonds mutuels, les OPCVM (Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières) sont prépondérants en comparaison avec les simples mandats de gestion qui dominent le reste de l'Europe. Ainsi, sur les 35 000 OPCVM enregistrés en Europe en 2004, 15 000 sont françaises (Pastré, *op. cit.*) et pour l'année 2006, l'Association Française de Gestion Financière[1] évalue le marché français de la gestion à 2.500 milliards d'euros, marché qui en l'espace de dix ans (1996-2006) a vu le montant des actifs gérés multiplier par cinq. Ces organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont des sociétés ou quasi-sociétés dont l'activité consiste à investir sur les marchés, l'épargne collectée auprès de leurs porteurs de parts (FCP) ou détenteurs d'actions (SICAV). Il existe plusieurs manières de distinguer les OPCVM : soit en fonction des supports d'investissements sur lesquels ils sont positionnés, soit en fonction des attentes des investisseurs, soit en tenant compte de la niche sur laquelle ils sont investis. D'autres critères de différenciation peuvent être pris en compte : l'allocation géographique, le type de gestion, l'importance des capitalisations… Sur le plan juridique, la distinction s'opère entre deux grandes catégories : les Sicav (Sociétés d'investissement à capital variable) et les FCP (Fonds communs de placement). La différence principale tient au fait que le FCP n'a pas de personnalité juridique tandis qu'une Sicav est une société anonyme qui a pour objet la gestion d'un portefeuille d'instruments financiers et de dépôts. Son capital est composé d'actions qui doivent être intégralement libérées dès leur émission et qui sont émises et rachetées à tout

[1] L'Association Française de la Gestion Financière (AFG) est une organisation professionnelle regroupant les différentes structures et acteurs de la gestion pour compte de tiers car depuis la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 (dite MAF), les sociétés de gestion de portefeuille doivent obligatoirement adhérer à une association professionnelle représentative.

moment par la société, à la demande des actionnaires à la valeur liquidative diminuée, selon le cas, des frais et commissions.

Le développement de l'épargne salariale et le financement des retraites expliquent en grande partie le développement de ces institutions. Nés aux Etats-Unis et en Grande Bretagne dès le début des années 1960, les *mutual funds* et *pension funds* sont le fruit d'une volonté des entreprises de ces pays de constituer une rémunération pour la retraite de leurs salariés. S'est posé alors pour ces épargnants le choix des supports et actifs financiers pour leurs besoins d'investissement. L'absence de compétences en matière d'analyse de l'information économique et financière explique en partie le fait qu'ils se soient tournés vers l'industrie de la gestion collective (Bellante et Mahérault, 1999). La gestion institutionnalisée de l'épargne a dans ce cas un but précis : la gestion d'actifs de long terme par des professionnels dans l'objectif d'un financement des retraites. On observe cependant une opposition forte entre pays anglo-saxons et pays européens, entre les pays qui ont adopté un système de retraite par capitalisation (Etats-Unis, Royaume-Uni, Irlande et dans une moindre mesure Pays-Bas) et ceux qui ont conservé un système par répartition. Ce qui explique une croissance plus forte des fonds de pension dans le premier groupe tandis que dans les pays européens, ce sont les fonds mutuels et les compagnies d'assurance qui gèrent l'essentiel des encours. Le tableau suivant permet de mieux saisir la ventilation de ces différents éléments qui ont trait aussi bien aux modalités d'investissement qu'aux types de responsabilités assumées par ces différents intervenants :

Type d'activités et responsabilité / Type d'investisseurs	Détenteur des fonds	Fonds gérés par	Contrôle	Risque assumé par
OPCVM	Ménages	Gestionnaires de fonds maison	Investisseurs, agences de notation	Ménages
FONDS DE PENSION	Sponsor (à prestation définies) Bénéficiaire (à cotisation définie)	Gestionnaires de fonds externe	Mandataires, consultants	Sponsor ou bénéficiaire
COMPAGNIES D'ASSURANCES	Compagnie d'assurance	Gestionnaires de fonds maison ou externe	Compagnies d'assurances, consultants	Compagnie d'assurance détenteur du contrat d'assurance

Tableau 3 : L'activité des investisseurs institutionnels
Source: *Working Group on Incentive Structures in Institutional Asset Management –CGFS* (2003)

Le développement de cette industrie s'est accompagné :
- d'une diversification importante de la palette des classes d'actifs à destination des investisseurs institutionnels pour leur besoin d'investissement ;
- d'un développement de l'activité des marchés d'actions[2], notamment primaires, destinés à l'émission. Cette tendance à une nette préférence pour les actions s'explique du fait que cette catégorie d'instruments financiers est perçue par l'industrie de la gestion de fonds comme « véhicule d'investissement permettant de bénéficier des fruits de la croissance économique » (Cotta, 2005).

Ce double mouvement a nécessité d'importants investissements en matière de recherche financière (*investment research*) à destination des investisseurs qui doivent être guidés dans leur choix d'investissement et explique l'émergence (au cours des dix dernières années pour la France) de la profession d'analyste financier.

[2] Mesurée par les statistiques de la comptabilité nationale relatives aux besoins de financement nets des sociétés non financières.

Cette plus grande visibilité des analystes financiers au sein des marchés financiers est l'une des manifestations majeures de la transformation des modes d'organisation et de gestion des capitaux.

2. La financiarisation de l'économie française et les transformations des modes d'organisation et de gestion des capitaux

A) Le constat

1. La montée des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises

Morin (1998), parlant d'une « économie de marché financier » note un bouleversement dans les modes d'organisation et de gestion des capitaux en France. Cette nouvelle donne se traduit par l'augmentation de la présence des investisseurs institutionnels étrangers sur le marché financier français dans les années 1990. La hausse significative des transactions sur le marché français des actions au cours de cette décennie s'explique par l'activité de ces investisseurs : pour l'année 1998 par exemple, la Banque de France notait que les non résidents avaient réalisé 80 % des opérations sur les actions des sociétés cotées, tandis que l'OCDE notait une croissance de plus de 100 % des actifs gérés sur la période 1990-1998.

On observe une montée très forte dans le capital des entreprises françaises des fonds de pension anglo-saxons. Ainsi, de nombreuses sociétés du CAC 40 sont détenues à plus de 50 % par des investisseurs institutionnels (Jeffers et Plihon, 2001), niveau nettement supérieur à ce que connaissent les autres pays de l'OCDE[3]. Ce mouvement est aussi visible aux Etats-Unis où l'on estime que les investisseurs institutionnels détiennent près de 50 % des actions du marché américain.

[3] Capelle-Blancard *et al*. (2004) notent qu'en 1999, Alcatel, le CCF, Dexia France, Eridania Beghin-Say, Suez-Lyonnaise des eaux, Total... étaient détenus à plus de 50 % par des investisseurs non-résidents. Fidelity, *mutual fund* le plus important, gère plus de 4,5 milliards d'euros d'actions françaises.

2. *L'adoption des critères d'investissement anglo-saxons et la naissance d'une véritable industrie*

Cette montée en puissance des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital des entreprises cotées s'effectue à un moment où la France se met en phase avec les critères d'investissement anglo-saxon. En effet, la législation française, poussée par l'activisme d'un certain nombre de grands gérants va imposer l'« idéal type » anglo-saxon de la gestion d'actifs qui repose sur un certain nombre de principes (Kleiner, 2003) [4] :

- des pratiques de gestion issues des théories financières des années 1950 avec les notions de diversification et de marchés efficients (théorie du portefeuille) ;
- une gestion d'actifs indépendante des autres services financiers et notamment de l'activité primaire ;
- l'établissement de règles déontologiques et techniques par le législateur et les instances professionnelles ;
- une organisation du travail compartimentée entre analystes, gérants, vendeurs et back-office ;
- une relation juridique de type contractuelle entre investisseurs et gérants où les mandats de gestion déterminent très précisément les mesures de performance du gérant et sa rémunération.

C'est la loi de modernisation des activités financière (MAF) de 1996 qui va aller dans ce sens. Elle dote la gestion d'actifs de nouvelles structures juridiques qui font de cette activité une entité légale, distincte des autres activités financières. Ainsi, la création de la société de gestion de portefeuille par la loi MAF unifie les activités de gestion d'actifs dans une même entité juridique permettant de créer des structures semblables à celles qui existent depuis les années 1970 dans les pays anglo-saxons où l'activité de gestion est indépendante. L'idée du législateur est de « *calquer très précisément le modèle anglo-saxon en termes d'indépendance et de structures séparées, mais aussi en termes d'organisation du travail et de relations avec les clients ou de mesure de la performance* » (Kleiner, 2003 p.48). Sous la pression des investisseurs anglo-saxons, il va donc modifier en profondeur le code monétaire

[4] Cet auteur note que ces gérants réunis autour d'un club représentant « l'élite professionnelle de la gestion d'actifs française » alertent les pouvoirs publics dès 1994 en prônant pour rester compétitif l'abandon du modèle français et l'adoption du « modèle international dominant ». Cet engouement pour le modèle anglo-saxon s'expliquerait par le fait que la totalité des membres de ce groupe ait eu une expérience forte à l'international dans les années 1980, notamment dans les sociétés anglo-saxonnes de gestion d'actifs à New-York.

et financier avec tout un corpus de règles organisant les modalités d'action des gestionnaires qui reprend l'« idéal-type » anglo-saxon. En effet, les fonds de pension anglo-saxons, qui arrivent en France au cours des années 1990 dans le cadre de leur politique de diversification mondiale, ont des besoins spécifiques de suivi et de services qu'il leur est difficile d'obtenir dans un contexte où la gestion d'actifs est considérée en France comme une simple fonction de support logistique. Ce sont eux qui ont exercé une pression pour modifier les caractéristiques françaises de la gestion de portefeuilles et ont mis en place des outils de contrôle des gérants, qui s'expliquent par l'existence d'une asymétrie informationnelle entre épargnants et gérants de fonds. Pour réduire ce risque, seul un marché concurrentiel permet aux mandants de s'assurer que leur gestionnaire met en œuvre un ensemble de moyens et techniques normés à leur service (Baudru et Palpacuer, 2002). La conséquence essentielle de cette pression concurrentielle est de conduire les gérants à offrir à leurs clients le taux de rentabilité le plus élevé possible : « *La pression au dégagement de valeur qui pèse sur les entreprises n'est en fin de compte que le résultat des pressions concurrentielles organisées sur le marché de la délégation de gestion au profit des épargnants ultimes.* » (Ibid.).

En définitive, la législation française relative à la gestion d'actifs va s'inspirer fortement du modèle anglo-saxon, issu des principes qu'ont construit les fonds de pension américains à destination des gestionnaires de fonds[5]. Les travaux de Montagne (2002) ont montré que ces principes d'organisation se transmettent tout au long de la chaîne financière qui va de l'épargnant aux fonds de pension, passe ensuite par les gestionnaires de fonds et arrive enfin aux entreprises : « *Une telle analogie organisationnelle n'est a priori pas*

[5] Il convient toutefois de noter que le régime juridique de la propriété des fonds diffère en France par rapport aux Etats-Unis même si la philosophie du montage diffère peu. Le système américain repose sur le *trust* qui peut-être synthétisé comme suit. Une personne (épargnant ou entreprise) appelée constituant du trust (*settlor of the trust*) crée un fonds et donne l'administration de ses biens à un ou plusieurs *trustees*, personnes physiques ou morales, dans l'intérêt d'une ou de plusieurs personnes, les bénéficiaires (*cestuy qui trust*). Le *trustee* n'apparaît pas comme un simple administrateur des biens constitués en trust, il en est le propriétaire (*legal ownership*) avec un véritable titre de propriété (*legal title*) à charge pour lui de remettre par la suite la propriété du capital au(x) bénéficiaire(s). Ainsi, il peut accomplir sur les biens du trust des actes d'administration et de disposition mais doit cependant respecter les conditions imposées par les statuts du trust et est soumis à une obligation morale de gestion dans l'intérêt du bénéficiaire (*beneficial interest*). En France, les fonds communs de créance s'apparentent à une copropriété où les souscripteurs sont seuls copropriétaires des actifs du fonds (article 544 du code civil) mais seulement sur les parts émises représentatives des créances et non sur l'ensemble de l'actif du fonds. Ce qui change par rapport au système américain, c'est que l'initiative de la création du fonds n'appartient pas à ses copropriétaires mais au gérant et dépositaire. Cependant, le principe du trust a été transposée dans le droit français car les investisseurs ne peuvent s'immiscer dans la gestion du fonds, confiée à la société de gestion mandataire : « *D'une certaine manière, le fonctionnement du fonds s'apparente à celui du trust, il y a bien une société de gestion et un dépositaire qui auront l'initiative et le pouvoir de gestion du fonds dans l'intérêt des porteurs de parts* » (Jeantin *et al.*, 2005)

fortuite dans la mesure où la même question se pose aux acteurs de la chaîne (souligné par nous) *: l'épargnant délègue la gestion de son épargne-retraite au fonds de pension qui délègue la fonction d'investissement au gestionnaire qui délègue la gestion d'entreprise au dirigeant. Aussi, c'est à partir de la nécessité, pour les acteurs, de faire fonctionner le processus de délégation, qu'émergent des principes d'organisation qui vont se décliner sur l'ensemble de la chaîne.* ». La structure de délégation des fonds de pension introduit un type particulier d'organisation « *focalisée sur la transparence organisationnelle, et qui se traduit par la division du travail, les procédures et une communication à l'égard des autres acteurs* ».

Ces principes sont essentiellement dérivés de la **loi ERISA** (*Employers' Retirement Income Security Act*) de 1974 qui a homogénéisé sur le territoire américain le régime juridique des fonds de pension. Ils peuvent être synthétisés comme suit :

Développement de la gestion institutionnelle de l'épargne aux États-Unis
- Systèmes de retraites individuels par capitalisation
- Performances boursières exceptionnelles

⇩

Mise en place d'un cadre juridique
définissant les règles de gestion collective de l'épargne pour assurer la protection des épargnants

⇩

Relations « fiduciaires » entre les épargnants et les gestionnaires de fonds américains fondées sur trois principes :

1. Les décisions ont-elles été prises dans le seul intérêt des participants ou bénéficiaires du plan ? (**principe de loyauté**)
2. La décision a-t-elle été prise avec le soin, la prudence, la diligence et le talent qu'un homme prudent familier avec ces procédures aurait pris dans des circonstances similaires ? (**principe de la prudence**)
3. L'allocation des actifs est-elle suffisamment diversifiée pour minimiser le risque de grosses pertes ? (**principe de diversification**)

Figure 3 : Les relations entre épargnants et gestionnaires des fonds de pension
Source : Jeffers, Plihon, 2001

Dans ce nouveau contexte, le travail des opérateurs se spécialise et leurs méthodes se standardisent au sein d'une véritable industrie (Férone, 1997) qui émerge et se segmente. La décision d'investissement chez les gestionnaires résulte d'une division du travail qui s'opère en séquences distinctes (Sharpe, 1999). « *Les économistes fournissent des projections de*

l'environnement économique, les analystes (security analysts) produisent des projections sur les entreprises, le comité d'investissement énonce des règles (limites de risques, sensibilité, voire listes de titres autorisés), le gestionnaire (portfolio manager) décide d'acheter ou de vendre. » (Montagne, 2002). L'investissement s'analyse comme un véritable *process* qui concerne la définition et la répartition des tâches avec l'établissement d'organigrammes qui établissent une spécialisation des métiers et une répartition claire des responsabilités. Dans ce modèle d'organisation, les méthodes et outils utilisés dans la prise de décision d'investissement (analyse financière, programmes informatiques) sont formalisés et partagés par l'ensemble de la communauté. L'utilisation de ceux-ci repose sur les moyens informatiques de modélisation qui ont été imposés sous la pression des « actionnaires professionnels directs ou indirects », essentiellement les gestionnaires de fonds (AMF, 2005). S'agissant des outils et des représentations que les analystes utilisent pour évaluer l'entreprise, on parle d' « analyse fondamentale » : « *Les analystes cherchent à évaluer l'entreprise d'abord de manière économique pour ensuite traduire cette évaluation en terme de potentiel d'appréciation boursière. Cette approche plus économique a été encouragée par l'enseignement de la méthode d'actualisation des cash flows futurs, proposé par le programme de formation académique CFA qui s'est imposée comme la référence scolaire de l'analyse financière, dans les années quatre-vingt. La méthode nécessite de construire le business plan à moyen terme de l'entreprise et donc d'en évaluer au préalable les capacités productives qui sont ensuite traduites en termes financiers. (...) Son utilisation va croissant dans les années quatre-vingt-dix. De façon générale, la tendance est à la prise en compte accrue des fondamentaux de l'entreprise. Cette connaissance financière approfondie se double d'une connaissance stratégique nouvelle (Houtbakker, 1996)* » (...) *«l'analyste mobilise les théories d'organisation et de stratégie industrielle qu'il combine à une connaissance détaillée du secteur afin de mieux percevoir les avantages concurrentiels des entreprises.* » (Montagne, *op. cit.*). Cette connaissance de l'entreprise est transmise aux gestionnaires de fonds qui peuvent être amenés à dialoguer avec le management de l'entreprise. S'opère alors une véritable division du travail mêlant firmes de courtage ou *brokers* (avec les analystes *sell-side*), gestionnaires de fonds (et analystes *buy-side*) et managers d'entreprises cotées : « *Wall Street brokers, investor users, and company managers share much the same cognitive map of who specializes in what (…) Given the enormous amount of information and analysis required to master a whole industry, let alone its major companies, the division of labour is natural.* » (Useem, 1996, p.152). L'investissement s'analyse ainsi comme un ensemble de « processus spécialisés » dont le travail des gérants

constitue l'illustration la plus nette. Nous avons pu constater que ceux-ci sont guidés par le travail des analystes *buy-side* et *sell-side*, chargés de leur apporter des informations tant sur le marché que sur les valeurs qui le composent. Cette relation analystes/gérants constitue un des éléments clé de la chaîne d'investissement et gagne à être approfondie.

B) La relation analystes-gérants, variable centrale de l'industrie de la gestion collective

Les choix d'investissement des gérants vont être guidés très fortement par les recommandations des analystes *buy side* et celles des analystes *sell side*. Il faut tout d'abord définir ce que l'on entend par *analyste financier* et *analyse financière*.

Dans un rapport de septembre 2003, les experts mandatés par la Commission européenne ont tenté de dresser un panorama de l'analyse financière sur les marchés financiers européens. Les analystes financiers s'inscrivent dans l'industrie de l'investissement institutionnel (« *the whole business chain that links the various manifestations of investment research, ranging from subject companies, producers and distributors, to users, performance measurement consultants and beneficiaries* ») au travers de l'activité d'*investment research* dont l'objectif essentiel est de fournir des analyses et des recommandations pour les décisions d'investissement. (*Forum Group to the European Commission Services*, 2003, p.4). Malgré les différentes législations des Etats membres, la Commission européenne (2002) avait précédemment défini cette activité d'*investment research* comme une production d'information par un analyste financier exerçant au sein d'une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit qui va exprimer directement ou indirectement une recommandation d'investissement sur un ou plusieurs instruments financiers (actions, obligations…).

Dans ce cadre, les analystes financiers sont chargés d'évaluer les entreprises cotées et de déterminer leurs perspectives de valorisation en bourse afin de guider les investisseurs en orientant les ordres d'achat ou de vente, faisant d'eux en quelque sorte des « prescripteurs d'idées » selon deux optiques différentes. D'une part, pour intervenir sur les marchés financiers dans le cas des sociétés de gestion qui, suite à ces recommandations, passeront leurs ordres de bourse auprès des structures de *brokerage* ou *brokers* (plus connues sous l'ancienne dénomination juridique de « sociétés de bourse », entreprises de courtage qui

passent des ordres de bourse pour le compte de tiers[6]) employant les analystes financiers. Les analystes sell-side exposent ainsi directement leurs idées aux analystes buy-side et gérants de ces sociétés de gestion. Ils exposent également ces idées aux vendeurs qui travaillent avec eux au sein de la société de *brokerage*, à charge pour les vendeurs de les relayer auprès de leurs clients investisseurs. D'autre part, dans la perspective de rachat d'une entreprise (fusions, acquisitions) ou dans le cadre d'une procédure d'introduction en bourse au sein des structures d'*investment and corporate banking* (banques d'investissement[7]), les analystes sell-side peuvent être amenés à émettre une opinion sur l'opération considérée en estimant la valeur future du titre.

La définition communément admise de l'analyse financière est celle de Choinel et Rouyer (2002, p.356) : « *L'analyse financière des valeurs mobilières cherche, à partir de l'interprétation et du traitement de données économiques et financières, à dégager quelques variables synthétiques essentielles qui sont la base d'une recommandation boursière.* ». La définition européenne de l'analyste financier, quant à elle, met l'accent sur les compétences professionnelles attendues (« *high standards of integrity* » ; « *a certain depth and quality of written work* ») basée sur une qualification (« *minimum standards of qualification* [such as] *established financial analytical techniques* ») faisant de l'analyse financière un métier à part entière.

L'analyse financière est à distinguer de notions voisines. D'une part, *l'analyse économique* qui adopte un cadre d'analyse plus large en englobant des données sectorielles mais aussi des prévisions macroéconomiques (masse monétaire, inflation, balance des paiements, etc.) et des données de politiques économiques gouvernementales qui vont servir de « socle » à une gestion plus diversifiée avec des portefeuilles intégrant d'autres instruments financiers (par exemple les obligations d'Etat, matières premières, devises). D'autre part, *l'analyse technique* appelée aussi *chartiste* ou *graphique qui* se base sur l'observation des cours de bourse censés obéir à des lois qui leur sont propres et tendant à se répéter[8] : « *Il*

[6] Depuis la loi de modernisation des activités financières (MAF) de 1996, la firme de *brokerage* se définit juridiquement comme une entreprise d'investissement chargée de la réception, transmission et exécution d'ordre pour compte de tiers (investisseurs), à savoir une structure habilitée par l'autorité de régulation à négocier sur un marché réglementé pour compte de tiers soit à titre exclusif ou également pour compte propre, on parlera dans ce cas là de *broker-dealer*.

[7] Structures plus connues sous le nom de « banques d'affaires », dénomination prévalant avant la loi bancaire de 1984.

[8] La plus connue est la théorie ondulatoire de R.N. Elliot (1939) qui identifie en huit phases les mouvements du marché boursier.

s'agit dès lors d'examiner le graphique des cours d'une action donnée et d'essayer de distinguer la formation de figures connues, c'est-à-dire de reconnaître le profil caractéristique de telle ou telle situation de marché. Au chartiste de détecter les configurations au moment où elles se développent, afin de déclencher des ordres d'achat ou de vente à bon escient. » (Choinel et Rouyer, 2002 p. 361). Enfin, les analystes « crédit » ou « dette » opérant dans des agences de notation qui sont chargés d'évaluer la capacité des entreprises à rembourser leurs dettes en émettant une opinion sur les risques de défaillance, opinion traduite par une note (*rating*). Cette note influence l'accès au crédit de l'entreprise ainsi que son cours de bourse car elle détermine le nouveau cours auquel l'entreprise pourra se refinancer. Trois agences de notation américaines dominent le marché mondial du crédit : Moody's, Standard and Poor's et Fitch-IBC[9] et sont rémunérées par les émetteurs et non les investisseurs[10]. A la différence des analystes financiers[11], ces analystes peuvent disposer d'informations privilégiées de la part des entreprises cotées, à condition que celles-ci restent confidentielles et n'entraînent pas de délit d'initiés.

En fonction de la structure au sein de laquelle ils opèrent ainsi que de la destination de leurs recommandations, on distingue deux catégories d'analystes financiers : les analystes financiers *sell-side* et *buy side.*

Les analystes *sell-side* travaillent pour des *brokers* (entreprise de courtage qui passe des ordres de bourse pour le compte de tiers) en produisant des études pour les clients investisseurs de celles-ci. Nous verrons plus loin que ces activités de *brokerage* (ou courtage) s'effectuent principalement au sein des « banques multi-capacitaires » ou universelles car cumulant des activités de gestion d'actifs, d'intermédiation de valeurs mobilières et de transactions sur le marché primaire (introductions en bourse) ou d'opérations de fusions-acquisitions.

[9] Moody's a une filiale en France et Fitch-ICBA est devenue une filiale du groupe français Fimalac. Ces trois sociétés sont habilitées par un arrêté ministériel de 1992 à la notation des titres de créances négociables et des fonds communs de créance.

[10] Ce qui a pu susciter des controverses sur leur indépendance et surtout leur capacité ou… volonté à détecter les défaillances d'entreprises. Par exemple, Valette (2005) note qu'Enron n'a été classé en « catégorie spéculative » que quelques jours avant sa faillite.

[11] Nous analyserons dans le chapitre 2 relatif à la littérature juridique comment le droit des marchés financiers, considérant l'analyste financier comme un professionnel pouvant influencer par ses prévisions les marchés, organise des mécanismes juridiques visant à assurer la transparence de l'information en encadrant notamment la notion d'information privilégiée.

« *Sell-side equity analyst: a research analyst covering one or more economic sectors on a national, European, or global scale, employed by an intermediary such as a brokerage firm. Sell-side analysts' investment recommendations are often published to a sell-side firm's investment clients or, in some circumstances or juridictions, are made available to the public* » (*Forum Group to the European Commission Services*, 2003, p.18)

Les analystes financiers *buy-side*, au contraire, sont employés directement par des investisseurs institutionnels (et bien souvent, dans les petites structures de gestion, analyste *buy-side* et gestionnaire ne font qu'un). Ils opèrent souvent la synthèse et la comparaison des analyses du *sell side* et conseillent en interne les gérants en portant une appréciation sur les valeurs à insérer dans leurs portefeuilles. C'est au début des années 1990 que les grands fonds anglo-saxons (Capital International, Fidelity, Scroders, JP Morgan…) ont mis en place les équipes *buy-side*, suivies par les sociétés de gestion françaises (Crédit Agricole Asset Management, AXA Asset Mangement).

« *Buy-side equity analyst: a research analyst employed by an institutional investor, such as a mutual fund. Like sell-side analysts, buy-side analysts usually follow one or more sectors on a national, European or global basis. They typically focus on whether an investment is suitable for the firm's investment strategy and managed portfolio(s). Consequently, unlike sell-side analysts employed by brokerage firms, research produced by buy-side analysts is not usually published or made available outside the firm. Buy-side analysts often source research from sell-side analysts, and then use this information as a base for their own research. Some buy-side analysts are also directly involved in fund management.* » (*Forum Group to the European Commission Services*, 2003, p.18)

Les analystes *buy side* ainsi que les gérants des sociétés de gestion ou des fonds ont des contacts directs avec les analystes *sell-side* qui produisent un rapport de recherche destiné à ces investisseurs et où figurent des recommandations pour les valeurs qu'ils suivent. Ces recommandations alimentent ensuite des ordres, relayés par les vendeurs de la firme de *brokerage* [12]employant l'analyste *sell side*. Ce mécanisme peut-être schématisé comme suit :

[12] Nous emploierons de préférence ce terme anglo-saxon de *brokerage house* ou *brokers* car il est fréquemment usité par les professionnels de l'investissement institutionnel pour désigner les firmes de courtage ou d'intermédiation financière. Il désigne juridiquement les « entreprises d'investissement », terme qui a remplacé celui de « sociétés de bourse » depuis la loi de modernisation des activités financières de 1996. Sur les modifications introduites par cette loi et ses conséquences sur la concurrence entre firmes de courtage, voir le chapitre consacré à la littérature juridique, pages 99 s.

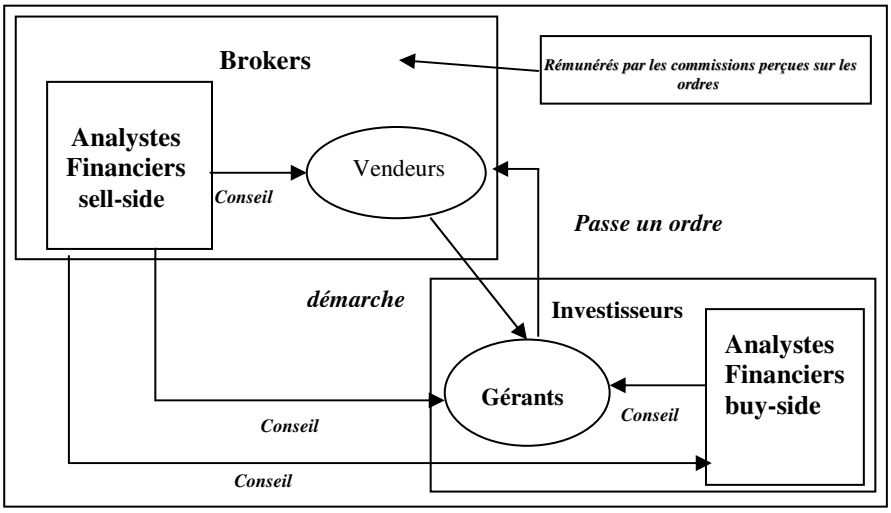


Figure 4 : Analystes et Gérants au sein des prestaires de service d'investissement

(D'après Boubaker et Labégorre, 2006)

Quasiment inconnus en France au cours des précédentes décennies, les analystes financiers *sell-side* vont s'imposer au cours des années 1990 comme des professionnels incontournables des marchés financiers, ce qui ne va pas sans poser de difficultés.

3. L'émergence des analystes sell-side et l'apparition de difficultés

Pour Choinel et Rouyer (2002), le positionnement plus visible du *sell side* par rapport au *buy side* au sein des marchés financiers s'explique principalement par le fait que seules les prévisions du *sell-side* sont véritablement tournées vers le marché et ont une influence significative sur celui-ci. Cette analyse rejoint celle de Galanti (2006) qui estime que les analystes *sell side* sont les principaux producteurs d'information boursière sur la valeur future d'une entreprise et que cette information est source de gains pour les gérants et analystes *buy-side*. Pour le marché américain, cette importance du *sell-side* est établie depuis longtemps notamment par Hirsch (1972) et Zuckerman (1999) qui considèrent comme significative l'influence des analystes financiers dans l'industrie de l'investissement institutionnel, de par leurs recommandations et prévisions à destination de ces investisseurs.

L'influence importante du *sell side* sur les marchés financiers a engendré trois principales difficultés mises en avant par la littérature académique et surtout professionnelle :
- le coût et le financement de la recherche ;
- le court-termisme et le mimétisme de ces acteurs dans leur évaluation des entreprises ;
- les conflits d'intérêt.

Identifions tout d'abord comment s'est opérée la montée en puissance de ces acteurs de l'industrie de l'investissement institutionnel.

A) La professionnalisation et la visibilité des analystes sell-side

Le développement spectaculaire des marchés financiers au cours de la précédente décennie va essentiellement concerner les actions des sociétés cotées et entraîner une croissance importante des investissements en matière de recherche financière avec pour conséquence de rendre plus visible les analystes sell-side. Les volumes échangés sur les marchés d'actions de Paris ont été multipliés par 12 durant la décennie 1990 (Galanti, 2006 p. 48, d'après des données Euronext). Ce sont les privatisations qui vont contribuer à l'essor du marché primaire des actions en France : « *Alors que le montant total des appels au marché en titres donnant accès au capital n'avait représenté globalement en France qu'environ 80 milliards de francs sur la période 1974-85, les placements d'actions et quasi actions françaises réalisés depuis 1986 ont totalisé quelque 800 milliards de francs.* » (Guillaume, 1998).

Dès lors, dans un contexte de forte augmentation du nombre d'introductions en bourse du fait des privatisations[13] (Gespach *et al.*, 2005) mais aussi de fusions-acquisitions, il devient déterminant de disposer d'une recherche permettant d'éclairer les investisseurs sur les nouvelles opportunités offertes par le marché français. Ce développement des marchés, et notamment celui de Paris, a donc entraîné une hausse rapide des effectifs de l'intermédiation

[13] Le rôle des gouvernements successifs dans ce processus s'explique en partie par leur volonté de faire appel aux marchés financiers pour se financer, plutôt que de recourir aux sources classiques de financement bancaire. Notons également une multiplication des besoins d'investissement des entreprises à partir du début des années 1980, qui concourt à une augmentation significative des volumes traités sur la place parisienne. Ce phénomène est aussi la résultante des politiques de nationalisation des grandes banques françaises opérées en 1981-1982 qui ont poussé les entreprises à se détourner de leurs interlocuteurs traditionnels en matière de financement pour se tourner vers les marchés financiers.

financière avec une proportion d'analystes financiers au sein des firmes de *brokerage* qui est passée en France durant la décennie 1990 de 7 % à 25 % (AFEI, 1998 ; Lereboullet, 2000).

L'internationalisation et surtout l'européanisation des activités des firmes françaises au cours de cette même décennie va de la même façon entraîner une augmentation de la taille des équipes de recherche : « *Au début des années 1980, la comparaison entre Carrefour, Promodès et Casino était largement suffisante. Au milieu des années 1990, il est clair que la comparaison entre plusieurs sociétés doit se faire au moins au niveau européen. Il devient important de pouvoir offrir aux investisseurs une comparaison entre Carrefour et Ahold mais en incluant aussi Disco en argentine, D & S au Chili, Pao de Açucar au Brésil, Safewy Inc sur la côte ouest des Etats-Unis, Giant Food et Hannaford sur la côte-es, et Kroger dans le mid-west.* » (Rabattu et Wat, 2000 p.105).

Les structures françaises d'intermédiation financière voient augmenter la taille de leurs équipes, suivant le processus initié dès la fin des années 1970 par les banques d'affaires américaines qualifiées de « *big brokers-dealers* » (Goldman Sachs, Merrill Lynch[14], Morgan Stanley, Lehman Brother…) avec des équipes qui passent en dix ans de 100 analystes à environ 250-300 aux Etats-Unis, Royaume-Uni, Asie du sud-est et Europe continentale. Sauviat (2003 pp.27-28) décrit précisément le développement de ces banques d'affaires américaines et l'apparition dans leur sillage des analystes financiers. Aux Etats-Unis, c'est à partir des années 1950 que les firmes de *brokerage* développent en interne leur recherche en mettant en place des structures d'analyse financière *sell-side* chargées de vendre les instruments financiers, principalement des actions, auprès des investisseurs institutionnels mais aussi des particuliers. Les banques d'affaires de Wall Street développent ainsi leurs activités de *brokerage* (courtage ou intermédiation financière) dans les années 1960 en même temps que se développent de manière spectaculaire les marchés américains d'instruments financiers. Dès cette époque, se détermine le coût de financement de cette recherche d'analyse financière à partir des commissions que perçoivent ces différentes structures sur les ordres de bourse perçus de la part de leurs clients. Avec le développement de l'épargne institutionnelle,

[14] Avec plus de 460 milliards d'euros d'actifs sous gestion (à fin décembre 2005), Merrill Lynch est en outre l'un des leaders mondiaux de la gestion d'actifs. Elle est un exemple type de banque d'affaires américaines car cumulant sur les marchés financiers activités de *brokerage*, d'*asset management* et d'*investment banking*. Quant à Goldman Sachs, c'est le plus important gérant d'*hedge funds* (fonds spéculatifs) du monde avec 16,8 milliards d'euros d'actifs gérés. Entre 1999 et 2005, cette banque a doublé son chiffre d'affaires et le nombre de ses salariés

se créent des grands fonds d'épargne collective (type *Fidelity*), qui à leur tour créent en interne des services de recherche dédiés aux gestionnaires de ces fonds avec des analystes *buy-side*.

En France, les années 1990 voient se développer un modèle de banque « multi-capacitaire » ou « universelle » cumulant activités « classiques » de banque de détail, de financement par le crédit bancaire et nouvelles activités de financement par les marchés financiers Si ce modèle de banque universelle cumulant plusieurs activités existe depuis le XIXème siècle en Europe continentale, il s'est nettement renforcé au cours des années 1990 et 2000 avec l'intégration des activités de marchés financiers (Plihon et al., 2006 p.48). En France, la loi bancaire de 1984, en supprimant la distinction juridique banques d'affaires et banques de dépôts, a permis le regroupement des différentes activités de banques[15]. On peut schématiquement distinguer et définir les trois principales activités des banques universelles (qui sont retracées dans la figure 5 ci-après) :

La banque de détail peut être définie comme l'ensemble des opérations bancaires de faible montant unitaire réalisées essentiellement autour de deux grands pôles de clientèle : les particuliers et les petites et moyennes entreprises (PME). C'est l'activité « traditionnelle » des banques dont le marché est le plus mature.

Ensuite, il y a les activités de *banque de financement et d'investissement* (*investment and corporate banking*) qui désignent l'ensemble des services fournis aux grandes entreprises pour leur besoins de financement et de trésorerie. Ils recouvrent des produits simples comme les différentes opérations de crédits, la gestion des moyens de paiement nationaux ou internationaux mais également des opérations plus complexes comme les couvertures de change, de taux d'intérêt ou les rachats d'entreprises (*private equity, leverage finance*). Une partie des activités de ce pôle peut s'effectuer sur les marchés financiers (ex. : financement structuré d'acquisition et de projets pour les sociétés cotées dont l'activité de conseil en fusions-acquisitions ; introductions en bourse ; émissions de titres financiers comme les obligations, etc.).

[15]Aux Etats-Unis, jusqu'en 1999, cette division entre activités de marchés et banque de détail fut instituée par le *Glass-Steagall Act* de 1933, conséquence de la crise de 1929 et la volonté du législateur fédéral de protéger les dépots des épargnants. Les banques commerciales américaines sont ainsi soumises au contrôle de la FED (Réserve Fédérale) qui exige des ratios prudentiels assez stricts en comparaison de ce qui est exigé pour les banques d'affaires, soumises au contrôle de la SEC (*Securities and Exchange Commission*).

Mais il faut distinguer un troisième pôle (*activités sur les marchés financiers : gestion d'actifs et services aux investisseurs*) dans le sens où ce dernier fournit des prestations de services financiers à d'autres entreprises d'investissement (principalement les sociétés de gestion) ou agit pour le compte propre de la structure bancaire. Ainsi, ces activités de marché des banques universelles concernent tout d'abord *la gestion d'actifs* (*asset management*) où comme nous l'avons vu, la France domine le marché européen de la gestion financière des OPCVM (Pastré, *op. cit.* ; Association Française de Gestion Financière, 2006). Les banques françaises (Crédit Agricole Asset Management, BNP Paribas Asset Management, Société Générale Asset Management) se partagent ce marché avec les compagnies d'assurances (Axa Investment Managers, Alianz Group...), les grandes banques américaines (Goldman Sachs Asset Management, Merrill Lynch...) ou européennes (Deutsche Asset Management, Credit Suisse Asset Management, UBS...) et enfin les grosses structures de gestion indépendantes, parmi lesquelles Fidelity International est la plus connue. Ensuite, *les services aux investisseurs* ont trait à l'achat et la vente d'instruments financiers : actions, obligations, dérivés, options, matières premières, etc. Au sein des banques, ces services sont assurés par un « triumvirat vente-*trading*-recherche ». En relation étroite avec les vendeurs, les traders répondent aux intentions d'achat et de vente de leur client en indiquant les transactions possibles sur une large palette d'instruments financiers. Une fois que le client a accepté les termes de la transaction établis par les vendeurs, les traders sont tenus de négocier à ces conditions. Ils peuvent néanmoins réaliser des bénéfices dans l'exécution de l'opération ; la prise de risque pouvant se traduire par des pertes pour la banque. Les traders peuvent également agir pour compte propre en prenant des positions pour un montant de capital alloué par la banque. Les analystes financiers *sell-side* produisent des rapports de recherche uniquement sur les actions émises par les sociétés cotées, recherche relayée auprès des investisseurs par eux-mêmes et/ou les vendeurs. A la suite de la lecture de ces rapports ou de « brèves » (condensé d'un rapport ou analyse d'un événement récent susceptible d'influencer la valorisation d'une société), les investisseurs décident de passer des ordres d'achat ou de vente d'actions. Enfin, le service de back et middle office est chargé du traitement administratif des opérations réalisées par les traders et les ordres d'achat ou de vente initiés par les analystes sell-side et les vendeurs. Le pôle « services aux investisseurs » des banques est celui qui se révèle particulièrement dynamique contribuant à une part de plus en plus

importante du produit net bancaire[16] du fait du développement spectaculaire des marchés financiers en général et de la place financière parisienne en particulier. Ces différentes activités peuvent être schématisées comme suit :

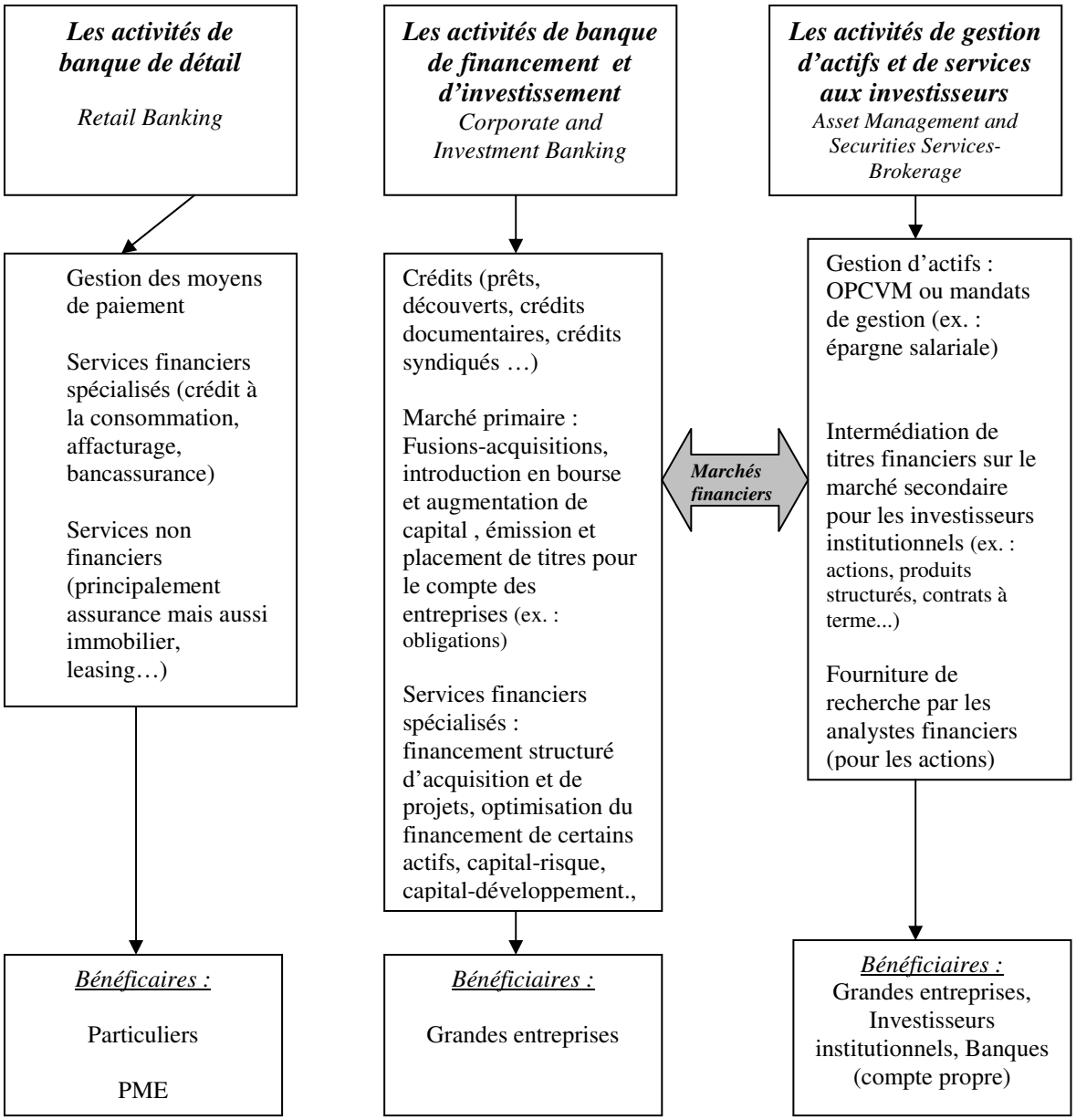


Figure 5 : Les métiers principaux des banques multi-capacitaires ou universelles (*integrate banks*)
Sources : Pastré *et al*. (2006) ; Plihon *et al.*(2006)

[16] Par exemple, s'agissant de la Société Générale, le chiffre d'affaires de la banque de détail pour 2005 a progressé de 4 % et celui de la banque de financement de 22 %. Les activités de banque d'investissement, de gestion d'actifs et d'intermédiation financière sur les marchés financiers représentent plus du quart du résultat courant contre 12 % au début des années 1990 (Source : rapport annuel, 2005).

En France, ce développement du secteur des banques intervenant sur les marchés financiers, soit dans le cadre de la gestion d'actifs ou des filiales chargées de l'intermédiation financière (*brokerage houses* ou *brokers*) s'explique d'une part par le recul de l'intermédiation bancaire classique au profit des financements pour les entreprises basés sur les marchés financiers avec des activités fondées sur la garantie, les transactions et la distribution de titres financiers (titrisation des flux de crédit ou financement structuré). Ensuite, l'introduction et le développement de nouveaux titres financiers (produits dérivés : *swaps* et produits optionnels) a de la même façon contribué au développement de ce secteur en élargissant les modalités d'action des banques sur les marchés financiers : « *Le développement des marchés financiers a alors favorisé l'émergence d'activités de conseil, d'ingénierie financière, de placement, d'arbitrage et de gestion ; d'autant plus rapidement que la France connaissait un retard notable en la matière dans les années quatre-vingt.* » (Pastré *et al.*, 2006). Enfin, la croissance précédemment évoquée des actifs financiers et leur internationalisation a entraîné des stratégies de croissance afin de capter l'épargne des investisseurs institutionnels (Gardener et Molineux, 1998). La concurrence entre places financières internationales pour capter les besoins d'investissement croissants des investisseurs institutionnels au cours des années 1990 a imposé aux intermédiaires financiers des moyens croissants pour satisfaire les besoins d'information et de gestion des nouveaux clients (Pinatton, 2006). Parmi ces nouveaux besoins figurent l'intérêt grandissant des investisseurs institutionnels pour de nouvelles classes d'actifs en devises étrangères ou composées de titres de crédits structurés (*Asset Backed Securities* et parmi eux les *Collateralized Debt Obligations*)

Bénéficiant d'une législation très favorable leur ouvrant l'accès dans les années 1980 et 1990 à de nouvelles activités auparavant interdites ou fortement réglementées comme les activités de courtage sur les actions (*trading*) ou l'immobilier, les banques ont acquis de fortes commissions sur ces activités de *trading* mais aussi sur les opérations d'introduction en bourse ou de fusions-acquisitions, entraînant une augmentation très significative de leurs profits.

Le développement de ces activités des banques sur les marchés financiers va s'accompagner d'un mouvement de concentration des banques d'investissement françaises avec notamment les fusions des banques d'investissement du Crédit-Agricole et du Crédit Lyonnais en 2003 pour former Calyon[17] et le rapprochement entre les banques d'investissement des Banques Populaires (Natexis) avec celles des Caisses d'Epargne (Ixis) pour donner naissance à Natixis[18]. Ces vagues de concentration de l'activité d'*investment banking* et d'intermédiation financière s'expliquent par une concurrence accrue entraînant une réduction des marges du fait de la diminution des commissions ou *brokerage fees*. Cette diminution est due à l'accroissement du pouvoir de négociation des plus importants investisseurs institutionnels face aux banques au cours des années 1990. Ils négocient désormais même sur des marges faibles. Ils vont dès lors faire pression sur les filiales *brokerage* des banques pour renégocier à la baisse les commissions. (Gardener et Molineux, 1999). Car les investisseurs institutionnels ont pris conscience de l'importance de ces coûts d'intermédiation et de leur impact sur la performance de leurs fonds. Selon des études menées par des cabinets d'audit anglo-saxons commandités par les investisseurs, ceux-ci représentent de 15 à 30 % des coûts totaux supportés par les gérants. Notant que le marché des nouvelles émissions d'entreprises aux Etats-Unis est dominé par trois ou quatre banques d'investissement, Gardener et Molineux *op. cit.* estiment que la banque d'investissement qui remporte un marché est celle qui dispose du meilleur analyste sur le marché boursier ou qui est dominante sur un secteur du marché secondaire : dans cette concurrence effrénée entre structures, l'analyste financier salarié de la banque d'investissement, bénéficiant d'une notoriété sur le marché, devient un atout non négligeable ; ce qui a pu entraîner comme nous le verrons par la suite des conflits d'intérêts[19].

[17] Le Crédit Agricole avait déjà racheté en 1996 la banque d'affaires Indosuez au groupe Suez. A partir de la fin 2008, l'entité s'appellera dorénavant « Crédit Agricole CIB », pour Corporate & Investment Bank. Ce phénomène de concentration des banques d'affaires a suivi de près celui du secteur de la banque de détail opéré dès 1995 : rachat en 1997 par la Société Générale du Crédit du Nord, achat en 1998 du CIC par le Crédit Mutuel, de la Banque Hervet par le CCF (filiale du britannique HSBC) en 2001, fusion BNP-PARIBAS en 1999. Le secteur bancaire français est ainsi le troisième plus concentré en Europe avec 44,7% aux mains des cinq premières banques (Source : cabinet d'études Xerfi, 2006). Pour Bellon (2007), ce mouvement n'est pas sans rappeler les modalités des rapprochements entre banques de détail américaines où au cours des années 1980-1995. En effet, l'industrie bancaire américaine a été marquée par des fusions à grande échelle, poussées par des investisseurs institutionnels (*mutual funds* comme Mutual Series). Des banques en forte croissance se sont lancées dans des politiques d'acquisitions de banques implantées depuis fort longtemps sur le marché américain : Traveler's acquis par Citicorp, Norwest par Wells Fargo, NationsBank par Bank of America, Chase Manhattan par JP Morgan, First Union par Wachovia...

[18] Cette structure abrite dorénavant les banques d'investissement, la gestion d'actifs, l'immobilier, l'assurance et une partie de la banque de détail grâce à des certificats coopératifs d'investissements qui donnent droit à des dividendes sans droit de vote.

[19] Phénomène que nous analyserons de façon détaillée dans le D)

Les analystes *sell side*, opèrent majoritairement au sein de ces banques d'investissement, si bien que l'on a pu parler d'une « bancarisation » du métier. Ainsi, selon l'AMF (2005), l'activité d'analyse financière en France reste très concentrée chez quelques intermédiaires financiers qui sont majoritairement des filiales *brokerage* de grandes banques d'investissement (Société Générale Securities, IXIS Securities, EXANE-BNP PARIBAS, Crédit Agricole Cheuvreux[20]). Cinq firmes de *brokerage* (dont une seule ne dépend pas d'une banque : Oddo Pinaton) emploient à elles seules 314 analystes sur les 545 *sell-side* recensés par le guide Agéfi 2005 des professionnels de la finance[21]. Quant aux filiales françaises des banques d'investissement étrangères, elles ne disposent en France que de structures modestes, l'essentiel de leurs activités de trading étant localisé sur la place financière de Londres[22].

Ces analystes *sell-side* sont les plus visibles et influencent, par leurs prévisions, de façon significative les marchés financiers soit dans le cadre d'opérations primaires (introductions en bourse, fusions-acquisitions) soit dans celui des opérations d'intermédiation financière sur les titres des sociétés cotées. Nous verrons que cette prépondérance au sein des banques multi-capacitaires a entraîné l'apparition de conflits d'intérêts, liée en grande partie à la question du coût de la recherche.

B) La question du coût de la recherche

L'accroissement du volume traité sur les marchés a renforcé les bureaux d'études au sein des firmes de *brokerage*, et le retournement de la conjoncture perceptible dès le mois de mars 2000 après l'éclatement de la bulle Internet amorcera une tendance inverse. Au plus fort du développement de la recherche, la littérature professionnelle commence à anticiper cette difficulté : « *Le coût global du service recherche constitue un poids important, de plus en plus important, dans le compte de résultat des banques. Un tel coût ne peut être justifié que par des positions élevées dans les classements des grands fonds et des flux d'opérations primaires réguliers et importants. Il nous semble clair que sur les prochaines années, si les volumes traités sur les marchés venaient à baisser, il se poserait inévitablement la question de la*

[20] La banque d'investissement de BNP PARIBAS emploie plus de 13.000 salariés présents dans plus de quatre-vingt pays dans le monde. Celle du Crédit Agricole (CALYON) est implantée dans plus de soixante pays. Enfin, celle de la SOCIETE GENERALE (SG CORPORATE AND INVESTMENT BANKING) est la troisième banque d'investissement de la zone euro par sa capitalisation boursière. (Source : Plihon *et al*., 2006 p.63)
[21] L'AMF note que cette concentration n'épargne pas les *buy-side* puisque les dix plus importantes sociétés de gestion concentrent environ 100 analystes actions.
[22] Notamment pour les « *big brokers dealers* » anglo-saxons : Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch.

rentabilité des bureaux d'étude et de la surcapacité des services de recherche, côté sell-side. » (Rabattu et Wat, 2000 p.106). L'année 2001 a vu une baisse sensible des volumes traités sur les marchés actions de la plupart des places internationales, entraînant des licenciements massifs au sein des départements *brokerage* et recherche de la plupart des grandes banques multi-capacitaires anglo-saxonnes et européennes (Deutsche Bank, JP Morgan, Crédit Suisse ou encore Merrill Lynch). Ce retournement de la conjoncture a permis de mettre en lumière les failles du modèle de revenu de l'analyse financière en vigueur depuis la fin des années 1980. Cette baisse du niveau des transactions et par conséquent de la rentabilité des brokers n'allait pas échapper aux structures françaises de *brokerage*, dominées par les banques.

En France, la fin du monopole des agents de change en 1988 (qualifié par les professionnels de « big-bang »), intermédiaires traditionnels de la place parisienne et leur transformation en sociétés de bourse[23] s'est accompagnée dans la décennie suivante d'une explosion des volumes échangés sur le marché actions parisien. Les sociétés de bourse rachetées massivement par les compagnies d'assurance mais surtout par les banques ont vu leurs commissions de courtage augmenter de façon significative. Passées dans le giron des grandes banques françaises à la fin des années 1980, les sociétés de bourse employant les analystes *sell-side* ont vu croitre leurs profits ce qui a permis de financer le coût de la recherche en l'incluant dans les commissions de courtage facturées aux clients investisseurs lors de la passation de leurs ordres de bourse. Les structures d'analyse financière indépendantes qui fournissaient des analyses financières en faisant payer des abonnements aux investisseurs n'ont pas survécu à cette nouvelle concurrence dynamisée par l'explosion des volumes traités (Galanti, 2006 p.49). En effet, comment expliquer à un gérant l'intérêt de payer une recherche alors que celui-ci dispose « gratuitement » de celle de la firme de courtage à laquelle il passe ses ordres de bourse ? « *La rémunération de la recherche par les commissions de courtage a fait la force des sociétés de bourse (puisque cette forme d'organisation a fini par évacuer toutes les formes concurrentes d'intermédiation en information possibles) mais aussi sa faiblesse. En effet, le fait que l'information financière soit rémunérée en fonction de variables de marché (les montants échangés, à des prix et des*

[23] Nous analyserons dans le chapitre relatif à la littérature juridique comment le droit français a favorisé le développement de la concurrence en mettant fin au monopole bicentenaire des agents de change et en transformant la structure juridique des intermédiaires financiers.

quantités données) pose un problème en termes de conflit d'intérêt et jette un doute sur l'indépendance des analystes financiers. » (Galanti, 2006 p.50). La rentabilité des *brokers* est largement déterminée par les revenus issus des volumes de courtage. Leur intérêt est donc de générer le maximum d'ordres de la part des clients investisseurs. Et ce sont précisément ces clients qui déterminent par des notations semestrielles et annuelles (*rankings* ou *brokers reviews*) les volumes de courtage qu'ils distribuent aux *brokers.* Il s'agit d'une obligation légale pour les sociétés de gestion qui doivent mettre en place une procédure formalisée de sélection et d'évaluation de leurs intermédiaires financiers : « *La société de gestion de portefeuille doit mettre en place une procédure formalisée et contrôlable de sélection et d'évaluation des prestataires habilités qui lui fournissent le service d'exécution d'ordres pour compte de tiers. Cette procédure de sélection prend en compte des critères objectifs tels que le prix, le coût, la qualité de l'exécution ou toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre, notamment le traitement administratif des opérations. La société de gestion de portefeuille doit également mettre en place, le cas échéant, une procédure de sélection et d'évaluation des prestataires habilités qui lui fournissent les services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres, en prenant en compte des critères liés notamment à la* <u>*qualité de l'analyse financière produite*</u>*.* » (Article 322-50 règlement général AMF).

Cette notation se fait à travers l'attribution de points dans des classements. Comment s'effectue en interne cette notation ? Au sein de la société de gestion, les différents acteurs intervenant dans le processus d'investissement d'achat et de vente d'instruments financiers sur les marchés vont noter le service rendu par la firme de *brokerage*.

Il s'agit tout d'abord de la qualité du traitement administratif des ordres reçus par le *broker* : négociation et exécution rapide des ordres de la société de gestion, disponibilité, diligence... Cette appréciation est faite par les *middle* et *back offices* composés de salariés chargés du suivi administratif et comptable des opérations conclues par les gérants et traders. Ce sont les gérants (*front-office*) qui émettent les appréciations qualitatives sur le *broker*. Cette appréciation qualitative est basée sur la relation qu'entretiennent ces gérants (et leurs analystes *buy-side* dans les sociétés de gestion importantes) avec les analystes *sell-side*. Elle peut être résumée par la réponse à la question : que m'ont apporté au cours de la période d'évaluation (trimestrielle, semestrielle ou annuelle) les analystes *sell-side* ? Cet apport se base sur les qualités de l'analyse financière (informations sur les valeurs du secteur,

explicitation de la valorisation, réponses aux questions techniques du *buy-side* etc.) mais surtout de la présence commerciale de l'analyste auprès du gérant. Cette présence se traduit par l'organisation effectuée par la société de *brokerage* (avec l'aide de l'analyste *sell-side*) de rencontres entre gérants et sociétés cotées (*road-shows*) mais également de la capacité de l'analyste *sell-side* à promouvoir ses idées d'investissement et à convaincre le gérant de la pertinence de celles-ci. Il s'agit pour l'analyste *sell-side* de trouver un optimum d'adéquation de liaison commerciale par rapport à ce qui est souhaité par le client. Certains gestionnaires ne souhaitent pas par exemple être sollicité constamment par les analystes tandis que d'autres souhaitent établir une relation régulière avec le *sell-side*. En définitive, l'évaluation du *broker* par la société de gestion va s'appuyer en grande partie sur ce que pensent les gérants des analystes *sell-side*, la prise en compte de l'avis des gérants pouvant représenter selon les structures jusqu'à la moitié du total de la notation. Une fois cette notation effectuée par la société de gestion grâce, comme nous l'avons vu, à la prise en compte en interne des différents salariés intéressés par le processus d'investissements (gérants, back et middle office), les dirigeants de la société de gestion vont établir un classement des différents *brokers* avec qui ils ont été en relation. Ce classement déterminera dans le futur le volume de courtage qu'ils attribueront aux *brokers*. Cette ventilation des volumes est variable suivant les sociétés de gestion. Celles-ci peuvent décider de distribuer la plus grosse partie de leurs volumes de courtage (par exemple 80 % des transactions) à un nombre limité de *brokers* appelés privilégiés, le reste des *brokers* (non privilégiés ou occasionnels) se partageant le pourcentage restant. Ce processus de notation peut être schématisé comme suit :

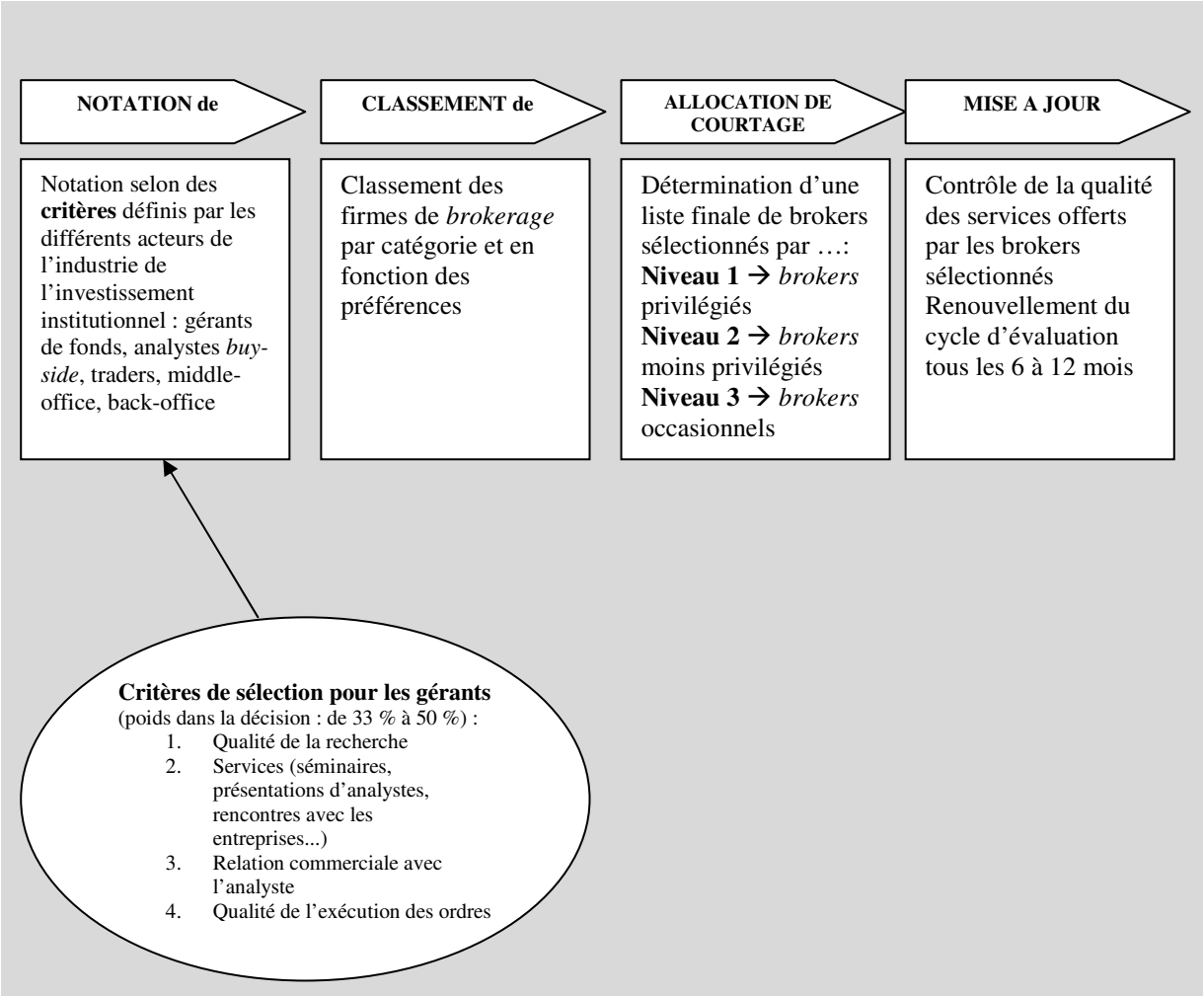


Figure 6 : Le processus de sélection des brokers par les investisseurs
Source : Pelletier et Nahon (2002), Cabinet de conseil Booz, Allen & Hamilton

Il est donc dans l'intérêt des sociétés de *brokerage* de prendre en considération l'opinion des investisseurs et de « pousser » les analystes financiers à produire de la recherche qui va donner des idées d'achat aux gérants et générer du courtage. Ce conflit d'intérêts entre analystes et firmes de *brokerage* qui les emploient se traduit par un biais optimiste des analystes financiers. Celui-ci est analysé par les chercheurs qui se réclament d'une approche critique du modèle d'efficience des marchés financiers (notamment Grandin, 1997 ; Galanti, 2006) et trouve son origine dans deux facteurs : l'appartenance des analystes financiers à la firme de courtage et l'existence de biais psychologiques. Nous aurons l'occasion d'approfondir ces analyses centrées sur des biais psychologiques dans le chapitre 3 relatif aux apports de la finance comportementale. Nous nous concentrons dans les développements qui suivent aux biais liés à l'appartenance des analystes à l'entreprise. Dans cette même optique de relation d'agence, un autre type de conflit d'intérêt survient lorsque l'analyste financier

travaille pour la banque multi-capacitaire disposant d'un département banque d'investissement (*corporate*) et qui est chargé de conseiller les entreprises analysées lors d'opérations sur le marché primaire (introductions en bourse, fusions-acquisitions, augmentation de capital, emprunts obligataires...) : « *Dans ces conditions, il peut se révéler très coûteux pour la banque comme pour la carrière de l'analyste d'émettre une recommandation de vente du titre. La montée en puissance des conflits d'intérêts chez les analystes peut être appréciée par le rapport des recommandations d'achat aux recommandations de vente émises par l'ensemble des analystes aux Etats-Unis : alors que ce ratio s'élevait à 6 contre 1 en 1991, il atteignait 100 contre 1 en 2000.* » notent pour le marché américain d'actions, Aglietta et Rébériou (2004, p.310)[24]. Analysons plus en avant comment s'opèrent ces pressions au courtage qui s'accompagnent également d'un mimétisme des analystes financiers.

C) La pression à générer du courtage et le mimétisme dans l'évaluation des entreprises

1. La pression à générer du courtage

Ces dysfonctionnements sont en grande partie liés au coût de la recherche d'analyse financière que nous avons précédemment analysé (cf. B). Avant le développement de l'épargne institutionnelle et l'explosion des volumes échangés sur le marché parisien, *l'investment research* était un service payant basé soit sur une commission fixe que les courtiers percevaient de leurs clients investisseurs grâce à un système d'abonnement. Or, depuis la libéralisation du prix des opérations de courtage, opérée sous la pression des investisseurs afin de faire jouer la concurrence entre *brokers*, l'activité d'analyse financière ne peut plus être facturée en tant que telle aux investisseurs comme par le passé. Les firmes de *brokerage* ne vendent plus directement leurs travaux de recherche aux gérants[25]. Ces derniers ne paient plus formellement ce service. La règle est que si les gérants sont satisfaits de la prestation de l'analyste, ils passeront leurs ordres d'achat et de vente auprès de la société de

[24] Ces auteurs notent que ce ratio est nécessairement supérieur à 1 : « *les analystes émettent logiquement plus de recommandations d'achat, qui intéressent a priori l'ensemble des investisseurs du marché, que de recommandations de vente, qui par définition ne s'adressent qu'à la petite portion d'investisseurs détenant déjà le titre en question.* ».

[25] A l'exception des sociétés de recherche indépendantes - à l'image de *First Call* aux Etat Unis ou ID Midcaps en France – qui sont aujourd'hui en très petit nombre.

courtage qui l'emploie. Ce sont donc les revenus des activités de courtage - fonction du montant des ordres - qui financent aujourd'hui la recherche. **Dans ce contexte désormais fortement concurrentiel, les analystes financiers sont donc chargés de générer et capter le courtage des investisseurs par l'intermédiaire des vendeurs de la firme de *brokerage* mais aussi directement.** Dans cette optique, les analystes tendent à privilégier des recommandations à l'achat et à éviter le plus possible des recommandations de maintien du titre (Galanti, 2002, 2006). On assiste ainsi à une multiplication des recommandations d'achat capables de générer des flux de transaction pour les structures employant les analystes. Cette situation résulte d'un **biais optimiste**[26] qui consiste à vouloir générer du courtage. Elle est soulignée par de nombreux auteurs (notamment : Aglietta et Rébériou; Galanti, *op. cit.*). Cet auteur (2006) s'appuie sur une importante revue de littérature ayant trait à l'impact de l'incitation au courtage sur les marchés financiers (pp. 113-115). Ces travaux cherchent « *à expliquer la part de marché de la société de courtage* [revenus de courtage] *en fonction de l'optimisme des analystes* » et concluent au fait que « *les recommandations d'achat permettent aux sociétés de courtage qui les diffusent de gagner des parts du marché du courtage en bourse* ». Outre l'étude exhaustive de la littérature financière, la recherche empirique de cet auteur (pp. 120-194) sur le marché français nous apparaît particulièrement éclairante pour comprendre ce dysfonctionnement. A partir de données riches et multiples (travaux économétriques, questionnaires, entretiens semi-directifs auprès de gérants et analystes[27]), ce travail conclut que la propension au biais optimiste qui engendre « des prévisions de qualité moindre », est liée à l'appartenance de l'analyste à un *broker*. Ce phénomène s'explique par la rémunération de l'analyste qui est liée au volume de courtage généré par la structure qui l'emploie. Pour cet auteur et d'autres[28], les facteurs explicatifs sont de trois ordres et émanent des relations qu'entretiennent les analystes *sell-side* avec les gérants, vendeurs et sociétés suivies. Cette triple relation est décrite comme suit par un ancien analyste financier dans un ouvrage décrivant son expérience professionnelle au sein d'un

[26] Défini comme suit par Galanti, *op cit* : « L'optimisme est mesuré comme habituellement en écart des bénéfices de Bpa [bénéfice par action] par rapport à sa réalisation, et pour les recommandations, en comparant celles-ci avec les sens de variation des prix. ».

[27] Il faut souligner que les deux derniers aspects de cette méthodologie, très proches de ce que nous connaissons en sciences de gestion, restent encore peu développés dans les recherches en sciences économiques. Cette approche méthodologique est limitée aux travaux de l'école des conventions, que nous situerons dans le chapitre 3 relatif aux critiques du modèle d'efficience des marchés financiers.

[28] Dans cette littérature très abondante sur le marché américain, nous choisissons les extraits les plus significatifs et surtout les travaux (encore peu nombreux, d'où l'intérêt de la recherche de Galanti) qui sont centrés sur le marché français.

broker filiale d'une grande banque française pendant la bulle Internet de 1998-2000 : « *Dans une société de bourse, on est arithmétiquement intéressé, non seulement à ce que les actions s'échangent le plus possible mais aussi à ce qu'elles s'échangent cher. On a finalement aucun intérêt (...) à avoir une opinion négative. On se fâche avec ses vendeurs, sa hiérarchie, les dirigeants des sociétés cotées, sans parler des investisseurs institutionnels.* » (Tétreau, 2005 p. 85). Expliquons comment se nouent ces liens qui aboutissent à cette pression au courtage.

Tout d'abord, ce processus de génération du courtage dépend de la relation commerciale qu'entretiennent les analystes avec leurs clients gérants. Il s'agit pour les analystes d'entretenir de bonnes relations avec ces derniers. Car pour le gérant, le choix des *brokers* dépend fortement de la qualité des prestations de recherche et de la relation qu'il entretient avec l'analyste. Nous avons pu expliciter (cf. B) comment les gérants déterminent par des notations semestrielles et annuelles (*rankings* ou *brokers reviews*) les volumes de courtage qu'ils distribuent aux *brokers*. C'est donc dans le but d'augmenter le volume des transactions pour sa société que l'évaluation de l'analyste par son employeur est centrée sur la capacité de ce dernier à vendre ses recommandations, à être visible auprès de ses clients gérants : « *Les analystes des sociétés de bourse sont l'objet périodique, selon un rythme généralement semestriel, de notations détaillées de la part de leurs clients institutionnels, portant entre autres sur la qualité des analyses fournies. Dans l'évaluation globale d'un analyste par son employeur, la reconnaissance de cet analyste par les investisseurs est prise en considération. Cette reconnaissance a une traduction dans le volume des courtages liés aux transactions sur les sociétés suivies ou dans le nombre de rencontres organisées par la société de bourse avec les investisseurs, pour le compte des sociétés cotées.* » (AMF, 2005 p.14).

Ensuite, ce processus est amplifié par la pression des vendeurs chargés de relayer les recommandations des analystes auprès des clients gérants. D'une part, parce que la rémunération des vendeurs est fonction des transactions qu'ils réalisent sur le marché et ils doivent, pour les augmenter, fournir à leurs clients investisseurs des conseils d'achats (surtout) et de ventes étayés par une analyse financière (Vieille, 2002). D'autre part, les vendeurs renâclent à démarcher les investisseurs avec des recommandations négatives, ces dernières générant beaucoup moins de courtage que les recommandations à l'achat puisqu'elles ne peuvent être mises en œuvre que lorsque l'investisseur détient la valeur concernée : « *les analystes émettent logiquement plus de recommandations d'achat, qui*

intéressent a priori l'ensemble des investisseurs du marché, que de recommandations de vente, qui par définition ne s'adressent qu'à la petite portion d'investisseurs détenant déjà le titre en question. » (Aglietta et Rébériou, *op cit*) ; « *Comme tous les individus sont concernés par des recommandations d'achat, alors que seuls les détenteurs de portefeuille sont intéressés aussi par les recommandations de vente, les prévisions optimistes apparaîtraient comme préférables car générant plus de transactions.* » (Grandin, 1997 : 169). Ce comportement acheteur est confirmé par de nombreux travaux menés à ce sujet, parmi lesquels une étude de Barber *et al*. (2001) qui montre que sur 260 000 recommandations d'analystes observées entre 1985 et 1996, 6.4% seulement sont des recommandations de vente (*sell* ou *strong sell*), environ 39.3% recommandent le maintien du titre et 54.3% conseillent l'achat (*buy* or *strong buy*). Le comportement acheteur de l'analyse financière a participé aux errements du marché à l'occasion de la bulle financière relative aux nouvelles technologies. L'AMF *op cit* note que sur les sociétés du CAC 40 de janvier 2000 à avril 2005, dans les 2/3 des cas les consensus privilégient l'achat contre la conservation du titre pour le 1/3 restant. Quand les sociétés sont au plus haut, les consensus sont à l'achat. Une fois le plus haut atteint, on observe une inertie des recommandations. Une fois le plus bas atteint, 56 % des recommandations sont à l'achat et 44 % sont de conserver. Il en résulte « des recommandations pro-cycliques lorsque le trend boursier est haussier. » Sur les 408 sociétés introduites sur la période 1998-2000, 85 sont tombées à un cours inférieur à 2 euros. Sur ces 85 sociétés, 38 ont été radiées depuis et seules 10 font encore l'objet d'une analyse financière en 2005. L'AMF note que le même phénomène s'est produit aux Etats-Unis.

Enfin, ce processus dépend également des relations qu'entretiennent analystes financiers et sociétés cotées qu'ils suivent. C'est ainsi qu'Han, Manry et Shaw (1997), analysant le biais optimiste des analystes dans leurs prévisions, l'expliquent par un choix conscient de leur part : étant en rapport avec les firmes qu'ils suivent, ils souhaitent entretenir avec les dirigeants de ces firmes de bonnes relations qui pourraient justifier des prévisions qui ont tendance à être trop optimistes. Cette analyse est confirmée par une récente étude de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF, 2005)[29]. Cette étude évoque la situation où l'analyste met en relation émetteurs (par exemple, dans le cas d'une phase d'introduction en Bourse ou d'émissions d'actions ou obligations) et sociétés de gestion. Dans ce cadre, l'analyste est largement dépendant de la coopération que veulent bien lui apporter les sociétés

[29] Que nous analyserons de façon plus détaillée plus bas : cf. 4. page 61

cotées. Ces dernières confient l'organisation des *road-shows* à la firme de *brokerage* employant l'analyste ou veulent bien participer aux *one-to-one*[30] organisés par ce dernier, à condition que l'analyste ait « bien compris » leur fonctionnement et leurs orientations. Le risque est, pour un analyste n'étant pas en bonne relation avec une société (souvent après une recommandation de vente), que cette dernière ne collabore plus avec lui, le privant d'un accès à des informations sur l'entreprise qui seront données à des analystes concurrents (AMF, 2005). Or, l'information constitue la matière première du travail d'analyste : les informations stratégiques, comptables... sont considérées comme les inputs de la production d'analyse.

De la même façon, lorsque l'analyste est employé dans une banque multi capacitaire, l'émetteur (*issuer*) peut menacer ce dernier de rompre toute relation commerciale avec le département de *corporate finance* de son établissement. Ce département *corporate* peut, de fait, exercer des pressions aux recommandations positives chez l'analyste, pressions qui sont alors porteuses de conflits d'intérêts. Sur le marché américain des actions, « *les analystes affiliés* [c'est-à-dire] *membres d'un groupe qui est en relation de banque d'affaires avec l'entreprise qu'ils évaluent sont significativement plus optimistes que celles des analystes non affiliés.* » (Galanti, *op. cit.* p.108). Sur le marché français, une recherche empirique de Labégorre (2005) montre un biais optimiste des analystes lorsque leur employeur participe à une introduction en bourse. Selon cette étude, la population d'analystes étudiée semble publier des prévisions optimistes sur la société dont leur établissement pilote l'introduction et admet tenir compte des intérêts commerciaux de leur employeur dans leur étude financière.

En définitive, ce biais optimiste engendre un comportement court-termiste s'éloignant de la recherche pour profiter au *trading*. Ce que souligne assez clairement un rapport de l'AMF (2005) : « *Les dirigeants des sociétés de bourse sont naturellement sensibles au volume des courtages générés grâce au travail des analystes, relayé par celui des vendeurs. Cette attitude peut conduire certains à privilégier la préoccupation de rentabilité aux dépens de la qualité à long terme de l'analyse.* » (AMF, 2005 p.12) ; « *Il est*

[30] Rencontres entre un émetteur (société cotée) représenté par un ou plusieurs membres de la Direction Générale ou de la Direction Financière et investisseurs pour présenter les caractéristiques d'une opération financière en cours (comme une augmentation de capital ou une introduction en bourse), pour présenter les résultats de l'exercice et la stratégie du groupe en répondant aux questions des investisseurs présents. Dans le cas d'une réunion collective regroupant plusieurs investisseurs, on parle de *road-show*, dans celui où n'est représenté qu'un investisseur, on parle de *one-to-one*. Ces deux modalités de communication financière sont organisées par les firmes de *brokerage* afin de capter l'épargne des investisseurs et les sensibiliser à un achat de titres de la société cotée.

possible de trouver une explication de l'optimisme des analystes *en termes de théorie de l'agence* [souligné par nous]. *Beaucoup d'analystes travaillent pour des sociétés de bourse qui ont intérêt à générer des échanges. »* (Grandin, 1997 p.168). Ce phénomène est résumé plus cyniquement par Sanford Weill, ancien président directeur général de la banque américaine Citigroup, un des plus gros *broker* global[31] : « *L'analyse financière n'a aucune valeur sauf, bien sûr, pour ramener des commissions bancaires.* ». Il s'accompagne également de comportements mimétiques.

2. *Le mimétisme*

Ce processus complexe résulte en grande partie des processus de notation des analystes financiers par les gérants de fonds et du poids du consensus. Le consensus est mesuré par des bases de données qui reflètent l'opinion moyenne des prévisions des analystes sur chaque entreprise suivie. La notation des analystes par les gérants s'effectue grâce à des sondages réalisés auprès de ces derniers, leur demandant leur *ranking* des meilleurs analystes financiers et des meilleurs bureaux de recherche, permettent d'établir et de publier des classements officiels[32] . Cela va conduire les analystes à adopter une stratégie complexe et qui évoluera au long de leur carrière pour assurer leur légitimité auprès des gérants. De nombreux travaux (notamment : Scharfstein et Stein, 1990 ; Truman, 1994 ; Graham, 1999 ; Welch, 2000) montrent que le processus qui mène à l'anticipation du prix de l'action n'est pas seulement un calcul de l'analyste à partir de fondamentaux mais une délibération stratégique. « *Analyst must both herd and not seem to herd building an appearance of legitimacy*» (Galanti, 2002). Le gérant est confronté à une forte incertitude lorsqu'il tente d'évaluer la qualité des prévisions de l'analyste et leur degré de vraisemblance (Ibid.). Il peut certes apprécier ceux des prévisions passées de l'analyste financier, mais cela ne suffit pas et semble bien trop risqué pour évaluer de nouvelles prévisions. La bonne prévision est d'abord pour le gérant une recommandation qui doit sa crédibilité non seulement à la réputation de l'analyste mais aussi à la proximité au consensus et à l'argumentaire qui l'accompagne. Le gestionnaire « rationalise » l'évaluation d'une recommandation à l'aide de « l'ancre quantitative » (Shiller, 2000) que constitue le consensus des analystes. Celui-ci provient des études publiées par les

[31] Propos rapportés par le *New York Times* du 7 octobre 2002 : « The crux of reform : autonomous stock rating ». Citigroup constitue en 2006, selon le classement Forbes 2000, la banque la plus rentable du secteur financier américain.

[32] Les plus connus sont ceux publiés par le magazine *Institutional investor* aux USA. En France, les grands prix de l'analyse financière AGEFI font référence.

analystes sur les entreprises qu'ils suivent et qui comprennent une batterie de ratios. Ces ratios sont rassemblés et regroupés par des organismes spécialisés[33] qui en tirent différentes statistiques parmi lesquelles se trouvent la moyenne arithmétique des anticipations de cours d'une entreprise ainsi que celle des bénéfices prévus ; ces deux prévisions étant celles auxquelles les gérants attachent le plus d'importance. Ce dernier, considéré comme le référentiel dominant, va être utilisé par le gérant afin d'évaluer la recommandation d'un analyste donné. En ce sens, le consensus représente une « ancre » fort précieuse pour le gérant lui permettant de confronter une opinion particulière à une opinion moyenne. Cette évaluation relative de l'analyste favorise chez ce dernier une attitude stratégique qui le conduit à instrumentaliser sa prévision pour se conformer à ce que les investisseurs attendent : une prévision ni trop éloignée, ni trop proche du consensus. En effet, une recommandation trop éloignée du consensus sera interprétée comme suspecte par l'investisseur. Celui-ci ne lui accordera guère de crédit, ne serait-ce que parce qu'il connaît les effets de prophétie auto-réalisante du consensus. Mais le gérant ne portera pas non plus grand intérêt à une recommandation trop proche de la moyenne qui ne lui délivrera aucune information supplémentaire par rapport au consensus et ne lui permettra donc pas de battre le *benchmark*. L'analyste doit ainsi souvent défendre une position intermédiaire avec un argumentaire convaincant. Nous avons vu plus haut que les analystes tendent à formuler des recommandations plutôt optimistes pour développer les flux de transactions des maisons de courtage qui les emploient et ne pas heurter des entreprises clientes des banques au sein desquelles ils œuvrent, ou susceptibles de les écarter de l'information qui les nourrit. Cette tendance est renforcée par les attentes des gérants. En effet la recommandation, qui a le plus de chance d'être appréciée par le gérant, est celle qui saura se distinguer du consensus plutôt dans un sens optimiste, comme le note Shiller, 2000 : « *It is harder to be believed by investors when no profits are expexted.* ». L'attitude excessivement optimiste - *optimistic bias* - fréquemment observée de la part de l'analyste relève donc peut-être d'un biais cognitif, l'analyste s'identifiant par exemple aux entreprises qu'il couvre. Elle est aussi imputable à un comportement stratégique de l'analyste qui va instrumentaliser sa prévision afin qu'elle soit la plus persuasive possible auprès de l'investisseur et aussi « payante » que possible. «*This is not irrational, nor a psychological bias, as long as it allows to drain more commissions than an apprentice could* » (Galanti, 2002). Nous avons vu que le gérant se demande parfois moins si la prévision de l'analyste est rigoureuse (c'est-à-dire conforme aux données fondamentales dont il dispose) que si elle lui apporte une information nouvelle par rapport au consensus et

[33] Les plus célèbres sont Zack's Database, FirstCall et Jacques Chahine Finance (spécialisé sur l'Europe).

donc si suivre la recommandation sera générateur d'un profit élevé. Ainsi, plus l'analyste évitera un comportement trop mimétique et prendra des risques qui le différencieront du consensus, plus il augmentera son intérêt pour le gérant : il existerait une préférence des gérants pour les analystes *risk-takers* : « *...we also find that ranked analysts take more risks in that they deviate more from consensus forecasts than non-ranked analysts*.» (Leone et Wu, 2002). Les analystes déviant du consensus ont plus de chance d'être bien notés par les gérants et font les plus belles carrières en termes de prestige et de salaire « *...ranked analysts are more likely to be promoted to larger brokerage houses and are less likely to be demoted or terminated* » (Ibid.). De la même façon, Forgarty et Rogers (2005) notent que l'existence de classements visibles et de plus en plus sophistiqués des analystes sell-side par les investisseurs depuis le début des années 1990 aux Etats-Unis contribue à un phénomène de « starisation » des meilleurs analystes dont la réputation est largement diffusée auprès de la communauté financière. Ces analystes « all star » apportent une renommée à la structure qui les emploie, sont mieux payés que les autres et ont une forte tendance à la mobilité.

Ainsi, plus l'analyste saura prendre des risques « mesurés » par rapport au consensus, plus il sera crédible auprès des investisseurs, mieux il sera évalué par ces derniers, augmentant ainsi ses chances d'être classé aux meilleures places des plus fameux *rankings* qui lui permettront de construire sa carrière et sa réputation. Or, plus l'analyste sera réputé, plus fortes seront les probabilités que ses recommandations soient suivies par un grand nombre d'investisseurs. A l'inverse, un analyste moins réputé est davantage contraint dans ses prévisions, puisque ses recommandations seront suivies par un nombre moins important de gérants réduisant de fait la probabilité que ces prévisions se réalisent. Afin de ne pas nuire à sa crédibilité, il devra donc ajuster ses prévisions au consensus - construit en partie par les superstars - adoptant ainsi un comportement mimétique déterminé par sa relation avec ses clients-investisseurs : « *Lorsque les investisseurs anticipent dans leur grande majorité une hausse sensible de valeurs déterminées, il apparaît en effet difficile pour les analystes d'adopter des recommandations allant dans un sens opposé à ces anticipations dominantes, sauf à créer chez ces investisseurs des réactions d'incompréhension ou d'hostilité. Cette pression tend à contraindre les analystes à ne pas s'écarter des anticipations du marché et à adopter de ce fait un horizon de très court terme.* » (AMF, 2005, p.8).

Voyons maintenant comment ces différents biais ont entraîné l'apparition de conflits d'intérêts qui ont contribué à rendre les analystes *sell-side* plus visibles.

D) L'apparition des conflits d'intérêts

Aux Etats-Unis, les banques d'affaires ont été inquiétées par la justice et l'autorité de régulation des marchés financiers (*Security Exchange Commission – SEC*) qui a lancé des enquêtes en avril 2002 sur les analystes financiers et leurs conflits d'intérêt potentiels. Le principe de séparation entre le département de recherche financière et la division *investment banking* qui génère les opérations d'introduction en bourse ou de fusion-acquisition, n'a pas toujours été respecté. Cette « Muraille de Chine » vise à garantir l'indépendance des analystes *sell-side* vis-à-vis des pressions commerciales de la division investissement. Elle permet en outre de prévenir les délits d'initiés, la divulgation d'informations privilégiées en vue d'une spéculation ponctuelle. Des analystes auraient été suspectés d'avoir formulé des recommandations d'achat optimistes pour aider le département banque d'affaires à décrocher des contrats de mandat d'introductions en bourse ou de fusions. La presse financière a donné ainsi l'exemple d'un analyste star de Merrill Lynch qui a maintenu une recommandation d'achat sur une firme fournissant des services internet aux opérateurs mobiles uniquement parce que son employeur espérait décrocher un contrat *corporate* d'émission d'actions avec cette entreprise. Une fois que cette dernière a pris le parti de choisir un concurrent de la banque d'affaires, l'analyste a immédiatement changé sa recommandation... Face à ces excès, la justice américaine et la *Security Exchange Commission* ont alors imposé le 28 avril 2003 un protocole transactionnel (*global settlement*) aux dix principales banques d'affaires de Wall Street qui met fin aux poursuites pénales engagées contre elles. Cet accord exige qu'au sein des établissements signataires les contacts soient interdits entre le département recherche et la banque d'affaires[34]. Celle-ci ne peut plus en outre rétrocéder de commissions aux analystes qui doivent, de leur côté, mentionner dans leur rapport de recherche tous les conflits d'intérêt potentiels entre eux, leurs employeurs et les entreprises qu'ils suivent. Ils ne peuvent également participer aux activités commerciales de la banque d'affaires qui ne peut en aucun cas décider de la couverture des sociétés cotées par le service recherche.

Cette suspicion de conflits d'intérêts n'a pas épargné la France. Les études d'analystes sur les introductions en bourse d'entreprises émanent le plus souvent des départements de recherche des banques qui pilotent cette introduction. Le développement de services de

[34] Ce protocole prévoit en outre le versement d'une amende d'un montant de 1,4 milliards de dollars répartis entre les différentes banques poursuivies.

déontologie et des dispositions juridiques plus contraignantes[35] ont alors tenté de prévenir les éventuels conflits d'intérêt. Ces conflits d'intérêts au sein de la banque d'investissement ou le développement important des contraintes commerciales dans le métier d'analyste « proviennent largement du fait que des activités potentiellement en conflit sont développées au sein d'une entité commune » (AMF, 2005). **L'indépendance de l'analyste dans sa production s'analyse donc au regard de l'autonomie que veut bien lui laisser sa structure**. Pour lutter contre ces dysfonctionnements et aboutir en définitive à une production d'analyse financière de qualité, car déconnectée des circuits de financement et de commercialisation de l'intermédiation financière, l'AMF grâce à une vaste consultation auprès de la communauté des professionnels (gérants, analystes, responsables de la recherche) et des organisations professionnelles (Société Française des Analystes Financiers) préconise le développement en France d'une analyse financière indépendante.

4. Les solutions proposées par la littérature professionnelle : vers une analyse financière indépendante

L'éclatement de la bulle relative aux valeurs de haute technologie a montré les dysfonctionnements de l'analyse financière *sell-side* à travers les conflits d'intérêts, précédemment analysés, entre l'activité *corporate* et *brokerage* des banques multi-capacitaires. Aux Etats-Unis, le protocole transactionnel du 28 avril 2003 a, outre les mesures précédemment évoquées, mis à la charge des banques d'affaires de Wall Street une contribution d'environ 500 M$ sur cinq ans afin de financer des sociétés de recherche indépendantes. En France, dès 2005, l'AMF va préconiser le développement d'une analyse financière indépendante basée sur trois principes :

- Une indépendance capitalistique par rapport aux banques ou aux *brokers* afin que l'analyste financier dispose de toute sa liberté de jugement ;
- Une indépendance économique fondée sur un nombre minimum de clients ;
- Une indépendance commerciale et financière par rapport aux sociétés cotées suivies.

Cette analyse financière indépendante prend appui sur le mécanisme de « commission de courtage à la facturation partagée » ou *unbundling*, déjà en vigueur à la City, sous l'impulsion du régulateur britannique la *Financial Services Authority* : les investisseurs

[35] Que nous analyserons dans le chapitre 2

versent une partie des frais d'exécution des ordres de bourse (qu'ils doivent verser à leur broker) à l'équipe d'analystes indépendants de leur choix. Prenant acte du surcoût généré par les frais d'intermédiation financière[36] dans la rentabilité des gestionnaires de fond mais surtout de leur relative opacité (du fait que les commissions représentant un « package » regroupant les frais de courtage mais également l'analyse financière et les services commerciaux proposés aux gérants), l'idée reprise en France est de distinguer au sein des frais de transaction à la charge des sociétés de gestion la rémunération des services d'exécution des ordres de celle des services d'analyse financière qui aident les gérants dans leurs décisions d'investissement. L'AMF a ainsi modifié son règlement intérieur en établissant une présomption d'indépendance pour ces nouveaux acteurs. L'article 337-4 nouveau de son règlement général prévoit qu'un analyste financier ne relevant pas d'un prestataire de services d'investissement est présumé être en situation d'indépendance d'appréciation lorsque :

- Il ne détient aucune participation significative dans le capital d'établissements de crédit ou d'entreprises d'investissement ;
- Aucun établissement de crédit ni aucune entreprise d'investissement ne détient, directement ou indirectement, plus du tiers de son capital ;
- Il ne détient aucune participation dans le capital des émetteurs sur lesquels portent ses analyses ou dans le capital des conseils de ces émetteurs, et aucun des émetteurs sur lesquels portent ses analyses et aucun conseil de ces émetteurs ne détient de participation dans son capital ;
- Il n'est pas lié juridiquement aux émetteurs sur lesquels portent ses analyses sauf si l'émetteur qui lui a commandé une analyse s'est engagé à ne pas intervenir dans l'élaboration de cette analyse et à ne pas en empêcher la diffusion ;
- Lorsque l'analyste financier est une personne morale, son capital social est détenu majoritairement par des analystes précédemment mentionnés.

[36] La FSA note ainsi dans son document présentant la réforme aux professionnels : "*Commissions paid by fund managers to brokers for to execute deals for their customers are a significant extra cost of investment fund management. In 2000, for example, UK fund managers paid about £2.3billion in commissions from their customers' funds to UK brokers. However, commissions may pay for more than the cost of trade execution. Estimates vary but as much as 40% goes on additional services, such as investment research and market information technology, through 'bundled' (or 'full service') broking or 'soft commission' arrangements*." (FSA, 2003, Newsletter n° 176, "Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangements", avril). Pour le texte complet de la réforme après consultation des professionnels, voir : FSA (2005), *Bundled brokerage and soft commission arrangements, Feedback on CP05/5 and final rules*, avril.

Ces analystes financiers doivent se doter d'une chartre éthique (Art.337-6 nouveau) et profitent dorénavant de l'instauration de la commission de courtage à facturation partagée (ou « unbundling ») (articles 322-43 à 322-43-2 nouveaux). Ce mécanisme permet aux sociétés de gestion de demander, par un accord écrit de commission partagée, à ce que leur broker réalloue une partie des frais d'intermédiation à ces analystes indépendants. Comment juger de la pertinence de ces nouvelles dispositions ? La réforme ayant été avalisée en France par un arrêté du 4 mai 2007[37] et au Royaume-Uni en juillet 2006[38], il est encore trop tôt pour se prononcer. Ce qui est certain, c'est que l'adoption de ces nouvelles règles va permettre l'adoption d'un nouveau *business model* de l'analyse financière où à coté des analyses produites par les brokers et financés par les frais de courtage, émergeront des cabinets indépendants produisant uniquement de l'analyse financière. Ces derniers ne seront rentables (et donc pérennes dans cette nouvelle configuration) qu'à condition que les investisseurs « jouent le jeu » et les privilégient dans l'attribution des frais de courtage. Le risque étant de les voir connaître le même sort que les cabinets d'analyse indépendants qui avaient connu leur heure de gloire dans les années 1980 (Détroyat, SAFE ou Atlantic Finance par exemple). Concurrencés par l'émergence de l'analyse sell-side dans les années 1990, ces structures ont disparu du marché français du fait d'un financement par un service d'abonnement boudé par les investisseurs.

Dans ce débat qui a accompagné en France l'émergence d'une analyse financière indépendante, les professionnels ont reproché le manichéisme de certains débats : il y aurait une « bonne » analyse financière nécessairement indépendante et une autre fournie par les *brokers* grevée de tous les défauts que nous avons précédemment analysés (biaisée par les conflits d'intérêts, faire-valoir pour le *trading* etc.) : « *Les analystes financiers sont encore réservés sur la possibilité, voire l'opportunité de ressusciter des bureaux de recherche indépendants. Surtout, ils n'apprécient guère une terminologie qui donne à penser que seule une analyse déconectée des PSI*[39] *pourrait prétendre au terme d'indépendance.* »

[37] J.O. du 16 mai 2007. L'AMF prévoit une évaluation de ce dispositif en 2009.

[38] Modifications du *Financial Services and Markets Act* de 2000 et du règlement de la FSA *Open-Ended Investment Companies Regulations* de 2001

[39] Prestataires de Services d'Investissement : terme juridique visant à désigner les *brokers* ou entreprises fournissant les services d'intermédiation financière sur les marchés financiers.

(Association Française des Entreprises d'Investissement[40], 2006 p.6). Faijean, (2006 p.7) souligne qu'on ne doit pas s'inscrire dans une logique de concurrence entre ces deux modèles mais plutôt de complémentarité, voire de partenariat : « *Nous ne faisons tout simplement pas le même métier. Le métier d'un broker est de réaliser des volumes de transactions et d'utiliser pour ce faire sa force commerciale pour véhiculer ses idées. Dans notre cas*[41]*, nous vendons des informations qui vont potentiellement générer des volumes qui seront traités par les brokers. (...) Les modifications réglementaires, l'expérience récente du marché vont à notre sens pousser les brokers à mieux identifier leurs forces et leurs faiblesses et à utiliser dans les années à venir l'analyse indépendante comme des « équipementiers spécialisés » afin de compléter leur offre auprès de leur clientèle*. ». Au départ réservée, l'Association Française des Entreprises d'Investissement, *op. cit.* , estime que ces nouvelles dispositions peuvent être un facteur d'émulation pour élever le niveau de la recherche et devraient permettre aux petits bureaux d'analyse de développer un système d'aide à la décision pour les investisseurs alors qu'ils n'auraient sans doute pas eu accès au marché de l'exécution des ordres.

En définitive, ce débat vient nous rappeler **l'existence de mécanismes juridiques et organisationnels ayant trait aux structures d'analyse financière et à leurs salariés**. Ces mécanismes influencent de façon notable la configuration concurrentielle du marché de l'intermédiation financière et gagnent à être approfondies. C'est justement ce que nous allons faire dans le prochain chapitre qui analysera comment de façon générale, le droit structure cette industrie et ces acteurs à partir du paradigme dominant de la finance de marché : le modèle néo-classique d'efficience des marchés.

[40] L'Association Française des Entreprises d'Investissement (AFEI), anciennement Association française des Sociétés de Bourse, est un organisme issu de la loi de modernisation financière (MAF) de 1996. Représentant les professionnels de la bourse et des marchés financiers en France, elle regroupe plus de 120 entreprises fournissant principalement les services d'intermédiation financière sur les marchés financiers : réception, transmission et exécution d'ordres de bourse. Ce sont donc la plupart des *brokers* français qui se retrouvent au sein de cette association professionnelle. Depuis le 19 juin 2008, l'AFEI se dénomme dorénavant AMAFI (Association française des marchés financiers).

[41] Gaël Faijean est PDG d'ID MIDCAPS, premier bureau français de recherche indépendant.

SYNTHESE DU CHAPITRE 1

Questions au cœur du chapitre :

Comment s'est construit le métier d'analyste financier au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel ?

Quel est place de cet acteur au sein des marchés financiers ?

Démarche :

Etude de la littérature économique et professionnelle.

Résultats :

Ce chapitre a montré comment l'émergence et la visibilité des analystes financiers au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel trouvent leurs origines dans le développement spectaculaire des marchés financiers au cours de la décennie 1990 qui va entraîner une croissance importante des investissements en matière de recherche. Il relève que ce processus s'accompagne d'une financiarisation de l'économie française et de profondes transformations des modes d'organisation et de gestion des capitaux à l'échelle française et internationale.

Enseignements :

Cette approche principalement historique nous apprend comment s'est opérée, au contact de leurs clients gestionnaires de fonds, la professionnalisation des analystes financiers. Cette professionnalisation s'opère au sein de filiales de structures bancaires dites « universelles » ou « multi-capacitaires ». La bancarisation de l'analyse financière et ses modalités de financement font apparaître des dysfonctionnements, révélés au début des années 2000 : conflits d'intérêts, pression à générer du courtage et mimétisme dans l'évaluation des entreprises.

Chapitre 2 :
Le modèle néo-classique d'efficience des marchés et ses prolongements dans la littérature juridique

L'efficience des marchés est l'un des principaux concepts de la théorie financière moderne. C'est une notion économique clé (Jensen, 1978 : « *Aucune autre proposition en économie n'a de plus solides fondements empiriques que l'hypothèse d'efficience des marchés* ») issue de la théorie de l'optimalité parétienne, selon laquelle, à l'équilibre optimal, il n'est pas possible d'améliorer la situation d'un agent sans détériorer celle d'un autre agent. Ce modèle a été appliqué à la finance dans les années 1960. Introduit par Fama (1965, 1970), il joue un rôle prédominant dans l'enseignement universitaire destiné aux futurs analystes. Pour les analystes français, le Professeur Jacquillat constitue la principale référence universitaire : l'ouvrage, qu'il a co-écrit avec Bruno Solnick, est l'un des plus cités dans les travaux de recherche en finance[42]. Nous appuierons donc notre analyse de ce modèle d'efficience des marchés par des citations extraites de cet ouvrage puisqu'il structure massivement les représentations des analystes. Nous mobiliserons également les synthèses de la vaste littérature sur la finance de marché produites par des chercheurs français ou américains.

Il nous apparaît important de rappeler que nous n'inscrivons pas notre travail de recherche dans ce champ de la finance de marché et tout particulièrement dans ce chapitre où est présenté le concept central, sinon le socle fondateur de ce champ. Ces recherches en finance de marché ont pour objectif principal de parvenir à une certaine efficience des marchés financiers en décryptant l'intervention des acteurs sur ces marchés, **à savoir leur influence sur les cours boursiers**.

Nous tentons par contre en nous centrant sur le concept d'efficience des marchés de comprendre comment il intervient :

[42] Selon Charreaux et Schatt (2005), qui ont étudié les travaux de finance de marché sur la période 1994-2003.

- dans la formation des analystes, de leurs représentations ;

- dans la définition des fonctions de ces professionnels et dans les préconisations concernant l'évaluation de leur performance ;

- dans la structuration des organisations qui les emploient et des modes de gestion qu'elles utilisent.

L'influence du concept doit être recherchée dans la manière dont il est mobilisé directement par les acteurs impliqués, dans la manière dont il influence leurs représentations et productions, ce qui fera l'objet de notre étude empirique. Mais préalablement, il est nécessaire de voir comment il s'incarne dans des corpus juridiques qui deviendront contraignants et habilitants. Ainsi, à travers l'étude de cette littérature très riche tentons-nous de trouver des informations sur les modes de gestion des analystes : la fonction qui leur est assignée et les modes d'évaluation préconisés.

Nous nous intéressons aussi à la manière dont ce corpus théorique :

- trouve ses prolongements dans l'objectif de maximisation de la valeur pour l'actionnaire ;

- accompagne les développements du droit qui structure l'évolution des organisations employant les analystes et le statut de ces derniers ;

- et également les relations que ceux-ci entretiennent avec les firmes.

Nous verrons ainsi *dans un premier temps* que ce courant néo-classique décrit l'analyste financier comment un agent économique rationnel contribuant à rendre le marché plus efficient grâce à sa production d'informations. Le modèle financier se propose d'évaluer le travail des analystes financiers à l'aide d'outils qu'il considère comme objectifs.

Dans un *deuxième temps* nous montrerons, grâce à une mobilisation de l'état de l'art en sciences juridiques, comment le droit a contribué à l'émergence d'un modèle de création de valeur pour l'actionnaire, dont l'analyste constitue l'un des principaux vecteurs de diffusion. Nous verrons ainsi comment ce modèle devient l'objectif des stratégies des entreprises et structure leurs relations aux analystes.

Enfin, cette mobilisation de l'état de l'art en sciences juridiques nous apprendra comment le modèle d'efficience des marchés s'est imposé dans le droit positif relatif aussi

bien aux structures d'analyse financière qu'aux modes d'organisation de la profession d'analyste financier. Nous verrons que cette littérature conçoit l'analyste comme un acteur important des marchés dont il faut garantir l'indépendance afin de parvenir à un marché efficient. Tout d'abord, ceci implique d'introduire des mécanismes disciplinaires de contrôle de ces acteurs chargé au sein du marché de la distribution de l'information. Ensuite, nous montrerons que la théorie de l'efficience des marchés constitue également le postulat sous-jacent des politiques françaises et européennes de déréglementation visant à faire rentrer les entreprises intervenant sur les marchés financiers (et notamment l'intermédiation financière) dans un environnement aménageant les conditions d'une concurrence pure et parfaite. La mobilisation du droit apparaît ainsi comme un vecteur essentiel de cet « objectif permanent » de rapprocher la réalité de l' « épure théorique du marché parfait » (Batsch, 2005).

Paragraphe 1 : Le travail de l'analyste financier vu par le modèle néo-classique ou théorie financière classique : Un acteur économique rationnel au cœur d'un marché efficient

1. Le concept d'efficience des marchés et ses incidences sur l'analyse financière

A) Analyse du concept

Le paradigme néo-classique financier retient le postulat implicite de la « main invisible » d'Adam Smith et adopte une approche essentiellement micro-économique, ne s'intéressant qu'au comportement optimisateur des agents individuels dans le cadre d'une concurrence pure et parfaite. Dans ce cadre de référence, un marché efficient est celui qui dispose d'une aptitude à produire des allocations « Pareto-efficientes » dans le sens où les prix sont entièrement déterminés par des données « exogènes et objectivables » appelées « fondamentaux » (Cobbaut, 2005). Au cœur de ce mécanisme se trouve le concept d'*information*. Celle-ci est supposée être diffusée de façon simultanée auprès de tous les agents économiques qui vont la traiter en temps réel et pouvoir former des anticipations rationnelles. En effet, le modèle néo-classique présuppose un calcul rationnel des

investisseurs. Cette rationalité implique que les investisseurs agissent de façon cohérente par rapport aux informations qu'ils reçoivent (Gillet, 2006).

Ils vont alors se baser sur l'information disponible pour déterminer leurs choix d'investissement (formation de leurs offres et demandes d'actifs financiers) afin de maximiser leur espérance d'utilité. A partir des informations disponibles, le prix va pouvoir être ajusté instantanément et exactement sur le marché financier car il est supposé refléter toute l'information disponible (*fully revealing price*) et suppose que tous les agents économiques disposent de la même information (Van Loye et Fontowicz, 2004). Ce mécanisme d'efficience est cependant gradué selon la qualité de l'information (Fama, 1970). L'efficience est qualifiée de faible dans la situation où les cours reflètent uniquement l'information relative aux prix passés (historique des prix). Elle est semi-forte lorsque l'information est largement diffusée auprès des investisseurs sous la forme d'information publique qui peut émaner de l'entreprise émettrice du titre (comme par exemple la diffusion des rapports publics ou l'annonce de dividendes d'actions) ou de toutes sortes d'autres sources produisant des informations relatives à l'économie ou au secteur d'activité dans lequel évolue ladite entreprise. Enfin, elle est qualifiée de forte dans le cas où elle se trouve complétée par une information privée (*insider information*) que possèdent certains agents (ex. : commissaires aux comptes, dirigeants...). L'efficience se trouve ainsi définie par rapport au type d'information disponible sur le marché et la première acception du modèle d'efficience des marchés est que sur un marché organisé, toute information pertinente à l'évaluation des actions sera immédiatement et complètement intégrée dans le cours de l'action concernée (Jacquillat et Sollnick, *op.cit*., p.48). En outre, ce concept suppose la rationalité des investisseurs : « *les marchés financiers sont efficients dans la mesure où les prix des actifs qui y sont cotés sont uniquement fonction des « anticipations rationnelles » qu'ont les investisseurs de leurs revenus futurs* » (p.52). Enfin, l'efficience des marchés financiers entraine selon ces mêmes auteurs (pp.53-54) une efficacité économique en favorisant la mutualisation des risques et la mobilisation de l'épargne vers les emplois les plus productifs. Quels(s) rôle(s) sont amenés à jouer les analystes financiers dans ce mécanisme ? Paradoxalement, en poussant jusqu'au bout la logique du modèle d'efficience, les analystes financiers ne serviraient à rien dans la mesure où ce modèle estime que l'efficience du marché fait que le prix d'un titre est « *à tout moment une bonne estimation de sa valeur intrinsèque.* » (Fama, 1965) et que « *les cours des titres reflètent instantanément et en moyenne correctement toute l'information disponible* » et traduisent une bonne estimation de la valeur

d'une entreprise (Jacquillat, Solnik, 1997). Le rôle des analystes financiers qui est de déceler des situations d'inefficience c'est-à-dire dans le cas où le prix d'un titre sur le marché ne révèle pas une information correcte de celui-ci serait donc superflu : « *Si les marchés financiers sont efficients, et si le prix d'un actif reflète toute l'information pertinente possible, alors à quoi peut servir de passer du temps à analyser la « vraie valeur » de cet actif ?* » (Bayle et Schwartz, 2004, p.212). Ces auteurs nous indiquent cependant que dès le départ, Fama admet que les investisseurs n'ont pas tous la même analyse de la valeur intrinsèque d'un actif, ce qui peut entraîner un cours différent de cette valeur. Celle-ci va alors varier en fonction des nouvelles informations publiques disponibles ou anticipées et « qui sont susceptibles de modifier les perspectives de l'entreprise » (Ibid). Les analystes financiers, en tant qu'agents déterminant la valeur intrinsèque d'un titre, vont être amenés à déceler et révéler au marché les écarts existant entre cette valeur et le prix du marché. L'utilité de l'analyse fondamentale proposée par l'analyste financier est ainsi démontrée lorsque « *l'analyste dispose d'une information nouvelle qui n'a pas été prise en compte dans les prix de marché, ou de vues nouvelles concernant l'effet d'informations déjà disponibles, mais non encore intégrées dans les cours.* » (Fama, 1965). Le modèle néo-classique admet donc qu'il puisse exister de façon temporaire des situations d'inefficience que les analystes financiers peuvent contribuer à réduire. Il assigne donc à ces derniers un rôle majeur : rendre le marché plus efficient.

B) Le rôle de l'analyste financier dans le modèle néo-classique

Analyse financière, ouvrage de Graham et Dodd (1951), qui a formé deux générations d'analystes financiers américains, considère que « *les objectifs de l'analyse financière sont de développer et présenter les faits importants (…) de la manière la plus utile à l'investisseur actuel ou potentiel, (…) en s'appuyant sur les faits et les standards* [d'analyse financière] *en vigueur.* » (p. 1) et que la fonction première de l'analyste est « *d'analyser et d'interpréter les faits de façon critique* » et « *de présenter cette information de manière cohérente et aisément intelligible.* » (p.13) [43]. L'affirmation implicite de cet ouvrage est que l'analyste financier fait une étude rationnelle de l'information disponible dans un contexte d'efficience des marchés. Les analystes financiers sont au cœur de ce mécanisme d'efficience car ils identifient pour une entreprise donnée la valeur intrinsèque vers laquelle tendra son cours, grâce à des

[43] Graham B., Dodd D., *Security analysis*, New York, Mc Graw-Hill, 5ème edition, 2005. (Nous traduisons)

informations (investissement, nouveaux produits, résultats, entretiens avec le management…) qui déterminent les « qualités et les caractéristiques physiques et financières de l'entreprise aujourd'hui et dans le futur. » (Jacquillat et Solnik, *op. cit.*). Les cours des valeurs mobilières reflètent donc les informations fournies par les analystes financiers, ce que notent les nombreux travaux relatifs au contenu informatif des rapports d'analystes sur le marché américain ou français comme par exemple Tchemeni, 1991[44] qui relève ainsi « (...) *au-delà de l'information contenue dans les cours passés, les prévisions d'analystes contiennent des informations nouvelles qui conduisent les investisseurs à prendre des décisions d'investissement en conséquence. D'un point de vue économique, l'existence des analystes et leur rôle en matière de prévision semble justifié dans la mesure où ils communiquent au marché des informations nouvelles et pertinentes. Ils ne se contentent pas seulement de réexprimer ou de traduire sous forme de prévision l'information déjà contenue dans les données publiquement observables, comme les cours des titres.* » (p. 261)

La contribution des analystes financiers au bon fonctionnement du marché financier c'est-à-dire à son efficience vient du fait qu'ils contribuent grâce à ce travail informatif auprès des investisseurs à réduire l'écart entre la valeur d'un titre et le prix exprimé sur le marché permettant de faire tendre ce prix vers sa valeur fondamentale. Cette notion de valeur fondamentale constitue le fondement même du modèle d'efficience des marchés qui présuppose que « *les titres possèdent une vraie valeur, objectivement définie, appelée « valeur intrinsèque » ou « valeur fondamentale ». Cette valeur intrinsèque se calcule à partir du flux des revenus auxquels le titre donne droit. Dans le cas d'une action, ces revenus sont les dividendes distribués par l'entreprise que cette action représente.* ». (Orléan, 2004). Cela suppose que le marché financier fonctionne sur une hypothèse d'efficience informationnelle, où les prix des actifs financiers incorporent toute l'information disponible à chaque instant. En effet, pour qualifier un marché d'efficient, il faut que ce dernier remplisse une condition, à savoir une information transparente, c'est à dire que le marché doit organiser l'information, afin que toutes les données susceptibles de permettre une anticipation des prix futurs soient disponibles pour tous les opérateurs dans les mêmes conditions (efficience informationnelle). C'est un espace où la concurrence entre acteurs rationnels fait en sorte qu'à tout instant, le prix formé reflète au mieux, compte tenu de l'information disponible, la valeur fondamentale de l'entreprise. : « *The price to be paid or received for a security is an integral part of any*

[44] Cité par Sranon-Boiteau (1998), p. 160

complete analysis. » (Graham et Dodd, *op.cit* p.23). Certains analystes sont « meilleurs » s'ils recueillent mieux l'information ou même disposent d'informations privilégiées, ce qui semble difficile, voire illégal[45], ou s'ils retraitent mieux l'information. Plus un analyste est bon, plus il aura de clients (investisseurs). Au fil du temps, les « meilleurs » analystes réalisent de plus en plus de transactions, ajustant ainsi l'égalité : prix (ou cours) = valeur : « *La présence de nombreux analystes compétents rend le marché plus efficient.* » (Fama, 1965) « *S'il y a un grand nombre d'analystes compétents, ils aideront à réduire les écarts entre les valeurs intrinsèques des actions et leurs cours* » (Jacquillat, Solnik, 1997). La boucle est bouclée : « *Sur un marché concurrentiel, informé et liquide, où les opérateurs ont accès à toutes les données disponibles et peuvent arbitrer les actifs sans contrainte et sans limitation, les cours sont les reflets les moins biaisés des événements futurs et se confondent ainsi avec la valeur d'équilibre.* » (Jacquillat et Solnick, *op. cit*.).

En définitive, il existe des anticipations rationnelles des différents acteurs, au sens où ces derniers sont capables d'optimiser l'information disponible afin de ne pas commettre d'erreur systématique de prévision. Le marché remplissant ces deux conditions (information optimale, rationalité des agents) est parfaitement arbitré. La variation des cours autour de la valeur fondamentale des actions grâce à l'évaluation correcte de ces titres par le marché financier à partir de la totalité des informations disponibles constitue la base de la théorie financière néo-classique. Celle-ci conçoit l'analyste financier comme un agent économique rationnel, autonome, déconnecté de l'organisation dans laquelle il travaille et capable de faire des prévisions fiables. Elle se propose d'évaluer la qualité de la production d'analyse financière, c'est-à-dire la fiabilité des prévisions des analystes financiers.

2. L'évaluation du travail de l'analyse dans ce cadre conceptuel

Il serait fastidieux de reprendre l'ensemble de l'abondante littérature (près d'une centaine d'articles) consacrée à ce sujet, nous avons préféré présenter le panorama récapitulatif présenté par Breton et Shatt (2000) et Bayle et Schwartz (2005). Ces auteurs relèvent que la littérature financière se subdivise en deux courants qui soulignent d'une part, *l'influence* des analystes financiers sur les cours de bourse et d'autre part, *l'efficacité* de leurs prévisions.

[45] Et nous verrons justement dans le paragraphe suivant comment le droit vise à empêcher la diffusion d'informations privilégiées.

L'idée sous-jacente de ces deux courants de travaux est de démontrer que le travail des analystes présente un intérêt pour les investisseurs, que leur présence et le coût de la recherche sont justifiés (Breton et Schatt, *op. cit.* p.10) principalement par l'existence de gains positifs pour les investisseurs qui suivent les recommandations des analystes (Bayle et Schwartz, *op. cit.* p.228). La grande majorité des travaux classés dans le premier courant conclut à un impact des recommandations d'analystes sur les cours de bourse ce que résume Womack (2002) : « *il est largement démontré que les changements dans les recommandations émises par les analystes ont des effets significatifs sur les cours de bourse, non seulement immédiatement après les annonces, mais plusieurs semaines après.* » Les auteurs notent qu'une recherche de Fama (1991) prenant appui sur différentes études aboutit à la même conclusion. Ils en déduisent qu' « il devrait logiquement en résulter que les recommandations des analystes présentent un intérêt pour les investisseurs » (Bayle et Schwartz, *op. cit.* p.228).
S'agissant du deuxième courant de recherche, celui-ci vise à démontrer l'efficacité du travail des analystes financiers à travers l'étude de la fiabilité ou précision de leurs prévisions. Ces travaux « s'attachent à vérifier la capacité des analystes à effectuer de bonnes prévisions et à expliquer les erreurs de ces prévisions. » (Breton et Schatt, *op. cit.* p.10). Il s'agit de mesurer la qualité des prévisions des analystes financiers afin de porter une « appréciation objective » sur leurs performances (Grandin et Jacquillat, 1997). Ces auteurs notent que les sondages effectués auprès des gestionnaires de fonds, clients des analystes financiers (type *Institutional Investor* pour les Etats-Unis, les Grands Prix de l'Analyse Financière de l'AGEFI en France) sont des évaluations insuffisantes car reposant sur des critères subjectifs. Ces sondages publics sont à distinguer des *brokers reviews* que nous avons pu analyser précédemment[46] et qui sont des processus de notation opérés au sein d'une société de gestion de et qui vont déterminer l'attribution des volumes de courtage aux brokers. L'évaluation externe des meilleurs analystes financiers par les investisseurs est récente en France et date de 1993. Elle est effectuée par le magazine financier AGEFI qui à partir d'un panel de gérants (environ 1 000 sociétés de gestion réparties dans le monde entier) va distinguer parmi 26 secteurs d'activité un lauréat pour chaque secteur suivi par les analystes financiers[47]. Les Grands Prix de l'Analyse Financière de l'AGEFI distinguent ainsi cinq critères de jugement : la pertinence du conseil, le meilleur suivi des valeurs, la créativité, l'impact sur le marché et la lisibilité des

[46] cf. Chapitre 1, pages 49 à 51
[47] Les 26 secteurs considérés sont : Aéronautique et défense, Automobiles et équipementiers, Banques et autres institutions financières, Boissons, Biens d'équipement, Chimie, Bâtiment et matériaux de construction, Agroalimentaire, Cosmétique et hygiène, Assurance, Loisirs et hôtels, Luxe, Médias, Acier, matériaux et minerais, Gaz et pétrole, Pharmacie et biotechnologies, Immobilier, Distribution alimentaire.

études. Grandin et Jacquillat, *op. cit.* s'accordent à reconnaitre une certaine utilité à ces sondages en tant qu'ils permettent un renforcement de la concurrence entre *brokers* et qu'ils peuvent être une source de motivation pour les analystes financiers. Cependant, ils leur reprochent de faire une part trop importante à des critères essentiellement subjectifs et difficilement mesurables tels que la créativité, la lisibilité des rapports d'analystes, la connaissance du secteur, le service commercial etc., au détriment de critères objectifs tels que la précision de leurs prévisions de bénéfices (BPA) ou la pertinence de leurs recommandations par rapport à l'évolution du marché. Leur but est donc de déterminer à partir des travaux existants une « méthodologie de mesure de la qualité des prévisions financières ». Ainsi, les auteurs distinguent :

- les travaux comparant les prévisions des analystes financiers par rapport à des modèles économétriques (utilisant des séries temporelles) et que les chercheurs qualifient de « mécanistes ». Ces recherches permettent d'observer si les prévisions des analystes sont supérieures à ces modèles statistiques constitués de variables macro-économiques, sectorielles et financières ;
- les travaux mesurant l'impact sur le marché des prévisions des analystes et s'attachant à « vérifier le contenu informatif de l'activité d'analyse, tant en termes de réaction des prix que de volumes de transaction » (Bretton et Schatt, *op. cit.*);
- ceux établissant une comparaison des prévisions de BPA d'analystes afin de mesurer la précision de celles-ci. Il s'agit de mesurer l'amplitude de l'écart entre les BPA annoncés par les analystes financiers et ceux effectivement réalisés sur le marché.

Finalement, la mesure de la fiabilité de la prévision de résultats ou de cours semble être une réponse à la question suivante posée par Bayle et Schwartz, *op. cit.*, p.227 : « Les analystes financiers anticipent-ils ou influencent-ils les cours boursiers ? ». En d'autres termes, si on choisit la deuxième acception, leur contribution à l'efficience des marchés financiers semble établie car faisant « converger le prix du titre vers sa valeur fondamentale » (Ibid., p. 228). L'analyse fondamentale fonctionne alors en tant que révélatrice au marché des poches d'inefficience, grâce aux informations nouvelles (Fama, 1965, parle à cet égard de « vues supérieures ») dont disposent les analystes financiers et qui n'ont pas été encore intégrées dans les cours : « *L'étude de la théorie permet de mettre en avant ce que devrait être le rôle des analystes. Ils doivent aider les investisseurs en appliquant leurs compétences à déterminer « la vraie valeur » d'un titre. Ils peuvent, s'ils exercent correctement leur métier,*

contribuer à rendre les marchés plus efficients, en identifiant les écarts existant entre le prix d'un titre et sa valeur intrinsèque. » (Bayle et Schwartz, *op. cit.*, p.231)

Pour exercer ce rôle correctement, l'analyste financier doit disposer de moyens visant à ne pas compromettre l'intégrité et l'indépendance de son analyse. Nous avons pu souligner dans le chapitre premier comment dans sa relation professionnelle au sein de la structure l'employant (firme de *brokerage* et/ou banque d'investissement) l'analyste était soumis à des pressions contradictoires : de la part de son employeur, des vendeurs, des entreprises, des clients investisseurs. Après les différents scandales ayant marqué la fin de la bulle Internet en 1999-2000, le législateur a voulu protéger davantage les investisseurs en tâchant d'introduire des mécanismes chargés de « discipliner » les analystes financiers. L'ensemble de ces mécanismes (adoption de mesures de transparence, édiction de mesures séparant plus nettement les activités d'intermédiation financière et de banque d'investissement etc.) s'inscrit dans un cadre juridique plus large et plus ancien visant à parvenir à une efficience des marchés financiers. C'est dans ce sens que le droit incarne le paradigme néo-classique.

Paragraphe 2 :
L'analyste financier régulé par le droit : Un professionnel indépendant contribuant à l'efficience informationnelle situé au cœur d'un modèle juridique de valeur actionnariale

Le système financier français depuis le milieu des années quatre-vingt a été bouleversé par le rôle croissant des marchés financiers dans les circuits de financement de l'économie. Les réformes juridiques des marchés financiers s'inscrivent dans une perspective générale de modernisation du financement de l'économie française. Sous l'impulsion du droit communautaire, leur but a été la constitution d'un grand marché unifié des capitaux, allant du très court terme au très long terme, au comptant et à terme, ouvert à tous les agents économiques, organisant une information indépendante et la concurrence entre les différents acteurs (entreprises de marché, entreprises d'investissement, banques). Nous avons pu constater dans le premier chapitre que la concurrence accrue entre les différentes structures (et notamment les banques multi-capacitaires) participait aux transformations de l'industrie de l'investissement institutionnel. Cette effectivité croissante de la concurrence résulte en partie des modifications législatives intervenues en France dans les années 1990 qui suivent une

tendance continue visant à garantir un marché sans entraves dans un souci de maximisation des offres et des demandes de capitaux, afin d'attirer un plus grand nombre d'acteurs vers l'investissement dans les marchés financiers (Tomasi, 2002)[48] et de se rapprocher d'une des hypothèses centrale de la théorie de l'efficience : l'atomicité des investisseurs (Cobbaut, *op. cit.* p.179). Le modèle néo-classique d'efficience des marchés va trouver d'autres prolongements dans le droit des marchés financiers qui va considérer les acteurs économiques (entreprises d'investissement et salariés) comme des professionnels indépendants contribuant à l'efficience informationnelle, principale modalité de la concurrence pure et parfaite et concept clé du modèle financier néo-classique. Celui-ci s'appuie sur le postulat que l'information produite par ces acteurs doit être *fiable* (Cobbaut, *op. cit.* p.178) et bénéficier *de façon égale* à tous les investisseurs qui sont supposés disposer des mêmes informations, avoir les mêmes anticipations de rentabilité et les mêmes mesures du risque. Cette citation de Cosson[49], juriste spécialiste des marchés financiers illustre ce postulat : « *La bourse est un jeu où, comme dans tous les jeux, chaque gain se réalise au détriment de ceux qui perdent. Il faut donc que les chances des joueurs soient égales.* ». Peltier (1997) relève que le rôle fondamental du droit des marchés financiers est de faire converger les acteurs vers l'équilibre classique défini par Adam Smith[50] : « Il y a permanence du raisonnement entre les débuts de la pensée économique et l'apogée de l'économie financière » (p. 73). Ainsi, nous observerons dans ce paragraphe les traductions juridiques de ce modèle économique analysé dans le paragraphe précédent et dont la législation française reprend les différentes hypothèses. Nous pensons comme Amman et Le Thielleux (2005) que le droit constitue un « outil de gestion » et qu'il rejoint la gestion en tant que variable d'action (Spitéri, 2000). Dans cette optique, la compréhension du droit est complémentaire à celle des phénomènes organisationnels, comme le révèle très justement Batsch (2005) : « **Les marchés financiers sont structurés par le droit, par les organisations et par la confiance**. ». Ces phénomènes organisationnels concernent les structures où travaillent les analystes financiers, où s'effectue la production d'analyse financière. Ils sont au cœur de notre question de recherche visant à délimiter les modes de gestion du travail des analystes financiers. Cette gestion s'effectue au sein de

[48] De nombreux juristes français sont unanimes pour affirmer que ce principe de libéralisation juridique n'est pas dénué d'arrière-pensées économiques et qu'il est relativement ancien, remontant à la loi du 23 décembre 1970 instaurant le délit d'initié (notamment : Le Tourneau, 1971 ; Gavalda, 1976 ; Delmas Marty, 1977, Vidal, 1992). Nous aurons l'occasion d'approfondir ce concept avec l'analyse des situations d'information privilégiée en 1. B)

[49] Commentaire de l'arrêt de la Cour d'Appel de Paris, 26 mai 1977 ; *Recueil Dalloz*, 1978, p. 380.

[50] De façon générale, Torre-Schaub (2002) dans sa thèse consacrée à la *construction juridique de la catégorie de marché* démontre comment le droit des affaires a été largement influencé par la pensée économique de cet auteur.

structures que le droit français des marchés financiers a contribué à développer. Ainsi nous verrons que la montée en puissance des analystes financiers dans la deuxième moitié des années 1990 en France a pu s'opérer grâce à l'émergence facilitée par le droit d'un développement de la concurrence entre firmes de courtage et l'apparition de nouvelles structures, essentiellement affiliées à des banques qui ont racheté les anciennes sociétés de bourse. C'est au sein de ces nouvelles structures que s'est opérée la professionnalisation (Sauviat, 2003) des analystes financiers. L'installation durable de ces acteurs au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel au cours des années 1990 et leur rôle majeur dans la construction du marché ont conduit le législateur à encadrer très fortement cette profession.

L'analyse juridique va nous permettre de mieux saisir les enjeux de la gestion du travail des analystes financiers aux niveaux macro, méso et micro économiques.

Au niveau macro-économique, les interventions législatives et réglementaires de l'Etat dans le domaine financier traduisent une conception spécifique du rôle des marchés financiers au sein de l'économie. Le processus de financiarisation de l'économie française (que nous avons pu analyser dans le chapitre 1 relatif au cadre général de notre recherche) a été encouragé par les différentes réformes législatives. Ce processus a entraîné une reprise en main du contrôle des entreprises cotées par les actionnaires aux dépens des dirigeants et des banquiers avec un retour au modèle de l'agence développé par Jensen et Meckling en 1976 (Bourdieu *et al.*, 2003). Ce retour de l'actionnaire dans un cadre juridique privilégiant la valeur actionnariale (*shareholder value*) ne pouvait s'envisager sans la construction d'un cadre néo-classique de concurrence pure et parfaite. L'objectif poursuivi par le droit a été l'ouverture des marchés financiers aux structures visant à faire de l'exploitation de ceux-ci une activité concurrentielle.

C'est ainsi qu'**au niveau méso-économique** (champ de l'ensemble des entreprises d'investissement), ces modifications du cadre réglementaire vers une plus grande concurrence ont entraîné des conséquences en matière de stratégie de ces entreprises d'investissement comme dans leurs modes de gestion des salariés. On ne peut comprendre le rôle et l'importance croissants des analystes financiers dans les structures d'intermédiation financière sans étudier comment le droit a permis de développer celles-ci.

Enfin, les dispositions juridiques ont une incidence **au niveau micro-économique** en permettant d'apporter un cadre d'analyse structurant les modalités d'action des analystes financiers et des personnes qui les gèrent au sein des organisations. Les analystes financiers ne sont pas oubliés par le droit des marchés financiers qui encadre de nombreuses pratiques de gestion des structures d'analyse financière, pratiques qui concernent la détermination de certaines règles de rémunération, de communication interne ou d'organisation du travail. Ces règles vont influencer la production d'analyse financière en délimitant de façons concrètes certaines de ses modalités, comme par exemple la diffusion des rapports d'analystes ou la mention obligatoire de certains faits à l'intérieur de ces rapports. Car les analystes financiers sont considérés par le droit comme des vecteurs d'information puissants, capables d'influencer par leurs recommandations les marchés. Il s'agit alors d'encadrer ces producteurs d'information afin qu'ils se comportent en toute loyauté et intégrité pour ne pas fausser les mécanismes d'efficience des marchés.

Pour comprendre comment le droit a été un vecteur essentiel de la construction du cadre[51] du travail des analystes financiers, ce paragraphe reprendra chacun de ces niveaux d'analyse en répondant aux questions suivantes :

Dans quel modèle juridique le travail, d'évaluation des sociétés cotées par les analystes financiers, et plus généralement celui de l'ensemble des acteurs de la chaîne de l'investissement institutionnel s'inscrivent-ils ?

Quels ont été les mécanismes juridiques visant à faire de l'intermédiation financière une activité concurrentielle et comment ces dispositions ont-elles bouleversé le champ des structures employant les analystes financiers ?

Comment le droit a-t-il dans le même temps contribué à délimiter de nombreuses modalités de production d'analyse financière au sein même de ces structures ?

[51] Une analyse bourdieusienne parlerait de *champ*, à savoir « un système de relations objectives qui sont le produit de l'institution sociale » (Brabet, 2006)

1. L'analyste financier au cœur du modèle juridique de la *shareholder value*

Lereboullet (2000), Président d'honneur de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) estime que le bon fonctionnement et l'efficience des marchés financiers ne peut s'établir sans un contrôle du management par les actionnaires. La délimitation par le droit des pouvoirs entre actionnaires et management s'effectue autour du principe de la valeur actionnariale et de la prévention des détournements de cette valeur de la part des managers au détriment des investisseurs (Black, 2001). Autour de ce principe de la *shareholder value* se pose la question essentielle de la gouvernance des entreprises cotées (*corporate governance*) et de la séparation entre propriété et pouvoir (Berle et Means, 1932). Le droit français des marchés financiers et des sociétés cotées n'aura de cesse au cours des dix dernières années de réaffirmer des modalités de gouvernance renforçant fortement le contrôle des actionnaires.

A) Des mécanismes juridiques renforçant les modalités de gouvernance actionnariale

Selon Caby et Hirigoyen (2005), la *corporate governance* « renvoie à cette question centrale, depuis la nuit des temps, du partage des pouvoirs, des responsabilités, autour de la finance, de l'argent ». Qu'entend-on par ce terme traduit en français par « gouvernance d'entreprise »[52] ? Charreaux (1997) le définit comme « *l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de limiter le pouvoir et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* ». Cette gouvernance s'appuie principalement sur des mécanismes de contrôle et de répartition des risques et des bénéfices (Blair, 1995). Une distinction désormais classique oppose le modèle de la *shareholder-value* à celui de la *stakeholder-value*[53]. Une étude de Gespach et al. (2005) visant à détecter les conséquences de la présence des investisseurs institutionnels sur le fonctionnement des entreprises françaises, prend en compte trois indicateurs pour distinguer

[52] Notons que si la « gouvernance d'entreprise » correspond à la traduction française du terme de *corporate governance*, il est parfois question de « gouvernement d'entreprise ». Or les deux notions ont des significations différentes (Pérez, 2003).

[53] Les *stakeholders* ou « parties prenantes » représentent l' « ensemble des agents dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme » (Charreaux, 1998)

les deux modèles : la structure de l'actionnariat (dispersé ou concentré), les mécanismes de contrôle (interne ou externe), la maximisation de la valeur actionnariale ou la prise en compte des intérêts des autres parties prenantes. Le modèle du *shareholder* est caractérisé par un actionnariat dispersé, un contrôle externe et une volonté de maximisation de la valeur actionnariale. Dans le modèle de *stakeholder*, l'actionnariat est concentré, le contrôle est interne et les intérêts des autres parties prenantes sont pris en compte :

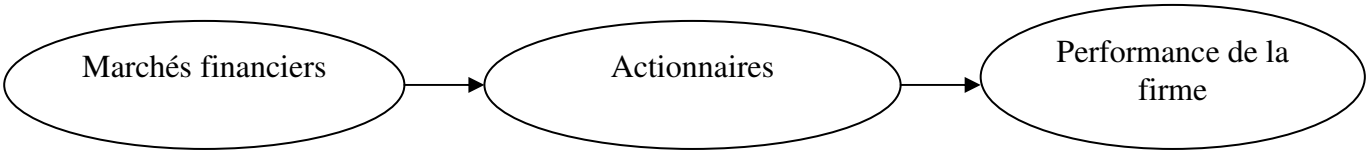


Figure 7 : Le modèle *shareholder*
Gespach et al. (2005)

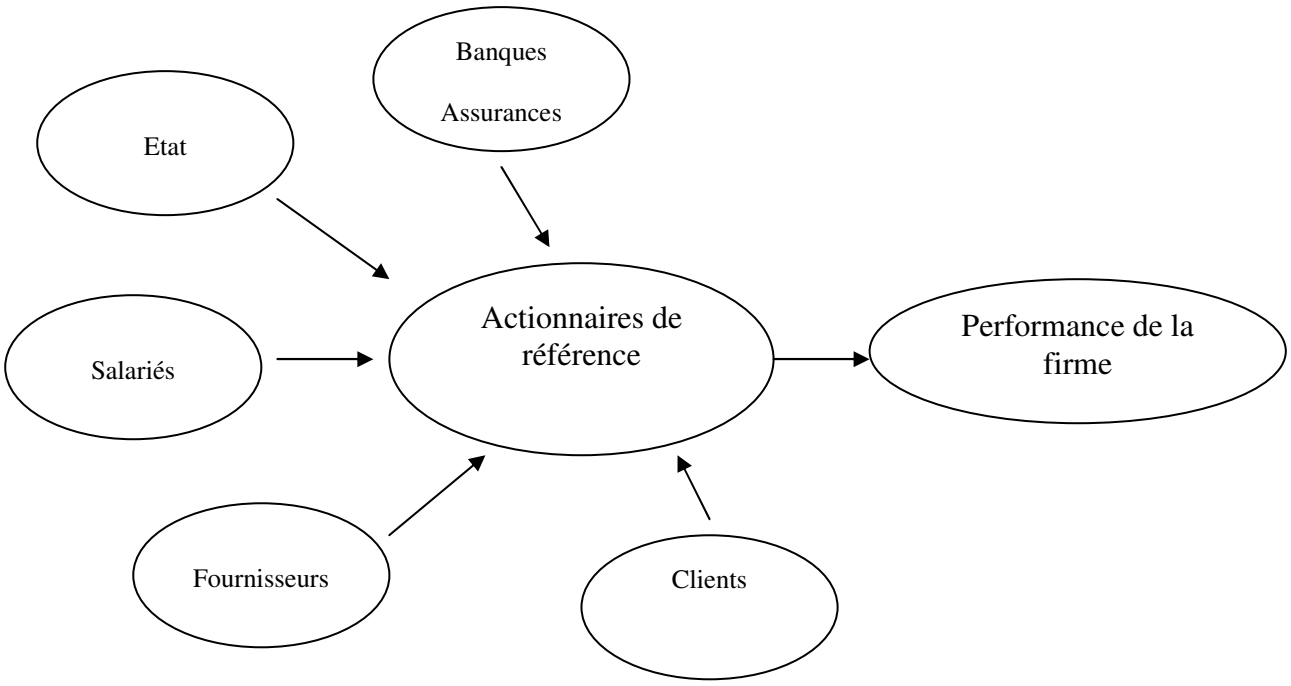


Figure 8 : Le modèle *stakeholder*
Gespach *et al.* (2005)

La formulation théorique de la gouvernance d'entreprise correspond au champ de la finance organisationnelle qui, schématiquement s'est structuré en deux temps. Originellement, elle est liée aux théories contractualistes de la firme : théories des droits de propriété[54] mais surtout théorie de l'agence qui ont forgé une vision « traditionnelle » de la gouvernance inspirée de la théorie financière néo-classique. Celle-ci a d'abord cherché à élaborer des règles normatives permettant de maximiser la richesse des actionnaires, alors considérés comme propriétaires exclusifs de la firme. Puis, un certain nombre d'interrogations sur la validité du modèle néo-classique a conduit à l'élargissement du champ de la finance d'entreprise. Il s'est alors agi de comprendre les comportements réels des organisations en matière d'investissement, de consacrer ainsi le passage d'une démarche normative à une démarche positive (Charreaux, 2001)[55]. Ainsi nait vraiment la finance organisationnelle, dans la mesure où les travaux vont élargir le concept traditionnel en adoptant une conception de la firme en tant qu'organisation, s'écartant ainsi de la fiction de la boîte noire. Le modèle néo-classique est altéré mais il demeure la référence implicite et trouvera une seconde jeunesse avec le développement spectaculaire des marchés financiers au cours des vingt dernières années qui ont exercé une pression forte à la réalisation de ce modèle néo-classique (Lantenois, 2003). Jeffers et Plihon (2001) insistent sur le rôle déterminant des investisseurs institutionnels dans ce processus. Ces auteurs ont ainsi montré le lien étroit entre les règles juridiques encadrant ces acteurs aux Etats-Unis et les principes de gouvernance imposés par ces mêmes acteurs aux entreprises dont ils sont actionnaires à l'échelle internationale. Il existe une politique actionnariale visant à amener les entreprises à privilégier un objectif de création de valeur actionnariale avec maximisation de la valeur et du rendement financier du portefeuille géré par les investisseurs institutionnels. Cette incitation forte des investisseurs institutionnels entraîne « la généralisation des principes *corporate governance* » dans les entreprises cotées

[54] La théorie des droits de propriété cherche à déterminer comment les droits de propriété influencent le système économique (Amann, 1999). Dans l'entreprise managériale (la société anonyme au capital dispersé), le démembrement des droits de propriété entraîne des conflits d'intérêt entre le propriétaire et le manager (Furubotn et Pejovich, 1972).

[55] Celle-ci s'oppose à l'approche néo-classique contractuelle, qui conçoit la firme comme un instrument disciplinaire dont l'objectif est de réduire les conflits d'intérêt managers/actionnaires dans le partage de la valeur. Contrairement à la théorie cognitive, les théories juridico-financières ne donnent pas d'explications sur la façon dont est créée cette valeur mais sur « la façon dont on évite de [la] gaspiller » (Charreaux, 2002). Au total, selon Guéy-Stévenot (2006), la théorie cognitive s'inscrit dans une logique procédurale et non substantive c'est-à-dire qu'elle s'intéresse aux processus qui mènent à la création de valeur non plus exclusivement à la répartition de la valeur créée (Williamson, 1999). Voir aussi Blair (2002) qui dans une approche partenariale tenant compte de l'ensemble des parties prenantes conteste le statut de créancier résiduel des actionnaires.

détenues par ces investisseurs. En définitive, les investisseurs anglo-saxons et notamment les fonds de pension américains ont largement contribué aux modifications législatives visant à améliorer la transparence de l'information financière et le contrôle des actionnaires (Valuet 1996 ; Caussain, 2005).

Se développent alors des mécanismes de gouvernance visant à reconfigurer les relations actionnaires-dirigeants dans un objectif exclusif de création de valeur actionnariale et ceci malgré la multiplicité des cadres légaux nationaux. Tous convergent vers une volonté de réduire l'asymétrie informationnelle et les conflits d'intérêt dans le cadre d'un modèle d'agence. La théorie de l'agence se situe dans le prolongement des travaux de Berle et Means (1932) et d'Alchian et Demsetz (1972) et présente la firme comme un « nœud de contrats » entre différents contractants (apporteurs de capitaux, salariés, fournisseurs, clients…) libres de négocier et dont les fonctions de préférence ne sont pas identiques. Par relation d'agence, Jensen et Meckling (1976) entendent « *un contrat dans lequel une (ou plusieurs personnes) a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent* ». Concernant plus spécifiquement les relations entre actionnaires et managers, les auteurs constatent une divergence d'intérêt entre ces acteurs. Les dirigeants bénéficient d'une asymétrie informationnelle qui leur permet de manipuler les informations qu'ils transmettent aux actionnaires, s'émancipant ainsi des contrôles qui pèsent sur eux. Par exemple, Clapham et Schwenk (cités par Parrat, 2003 p.16) constatent que les dirigeants ont tendance à s'attribuer les bonnes performances de l'entreprise qui résulteraient de la définition et la mise en œuvre d'une bonne stratégie ou d'une gestion des ressources humaines efficace. A l'inverse, les mauvaises performances sont mises sur le compte du manque de chance ou de l'environnement externe. Cette situation informationnelle privilégiée qu'elle soit financière, juridique ou technique, leur permet de maximiser leur propre fonction d'utilité au détriment de celle des actionnaires qui est de maximiser la valeur actionnariale. Il s'agit alors de trouver au sein d'un système de *corporate governance* des mécanismes internes et externes capables de discipliner, contrôler et inciter les dirigeants afin de réduire cette divergence d'intérêt potentielle entre actionnaires et managers non propriétaires. Ces mécanismes peuvent être schématisés comme suit :

Mécanismes disciplinaires internes	Mécanismes disciplinaires externes
Droit de vote des actionnaires → Il permet de sanctionner les dirigeants peu performants lors des assemblées générales	***Efficience des marchés financiers*** → Les actionnaires vendent leurs titres afin de sanctionner les dirigeants opportunistes et/ou peu performants → Les menaces d'OPA (Offre Publique d'Acquisition) exercent une pression sur les dirigeants pour gérer conformément aux attentes des actionnaires
Contrôle du conseil d'administration →Mécanisme de contrôle le plus important (Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983a) → Il peut révoquer les dirigeants peu performants	***Le marché du travail des dirigeants*** → Les dirigeants sont incités à être performants pour jouir d'un effet de réputation qui va déterminer de fortes rémunérations et des perspectives de carrière intéressantes
Mécanismes d'intéressement des dirigeants → La rémunération basée sur l'attribution de stock-options permet une convergence d'intérêts actionnaires/managers	***La concurrence sur le marché des biens et services*** → La pression concurentielle externe conduit les managers à gérer de façon efficiente
Surveillance mutuelle interne des salariés et cadres → Etant jugés sur le marché du travail au regard de la performance de leurs entreprises, ces acteurs sont incités à surveiller et dénoncer les dirigeants qui portent atteinte à cette performance	

Tableau 4 : La dualité des mécanismes de contrôle selon la théorie de l'agence
(D'après Parrat, 2003)

Aglietta et Rébériou (*op. cit.*) situent implicitement au sein de la théorie de l'agence l'importance du cadre juridique dans la délimitation des modes de gouvernance. Ils distinguent ainsi deux grands modèles qu'ils relient à « l'ordre juridique et à ses transformations » estimant que cet ordre « colle au plus près des pratiques et représentations des acteurs qu'il les précède ou qu'il les suive » (p. 77). Chacun de ces modèles se caractérise par un ensemble de règles de droit[56] qui façonnent le pouvoir des managers et actionnaires. Le droit boursier a ainsi un rôle de réduction des asymétries informationnelles entre investisseurs et acteurs internes de l'entreprise en instaurant une transparence sur les informations financières mais également en réduisant le risque de détournement de la valeur au détriment des actionnaires par la répression des délits d'initiés et le contrôle des transactions internes

[56] Dès lors qu'il s'agit d'énoncer des règles de droit objectif (la législation applicable aux sociétés cotées ou aux marchés réglementés d'instruments financiers), nous ne pensons pas comme les auteurs qu'il s'agit de « médiations juridiques » mais l'application d'une règle de droit générale, impersonnelle et obligatoire. Le droit a ainsi, classiquement, une finalité sociale de production de normes encadrant cette activité sociale.

de l'organisation (p.79). En analysant ces règles ainsi que le droit des sociétés cotées[57] (règles régissant le pouvoir des actionnaires : droit de vote, pouvoir de l'assemblée générale des actionnaires, liens entre ceux-ci et les autres organes sociaux...), ces auteurs distinguent :

- Le modèle états-unien caractérisé par des dispositions juridiques largement favorables aux actionnaires, l'entreprise étant vue comme un « objet de droits de propriété » soumis aux intérêts des actionnaires. C'est dans cette optique que le droit boursier fédéral organise des règles strictes de divulgation de l'information en direction des marchés financiers dans un souci de protection des actionnaires. La *Securities and Exchange Commission* (SEC) est la clé de voûte de ce système. Le droit fédéral a réussi à créer un environnement juridique favorable à la valeur actionnariale dont ont su profiter les gestionnaires de portefeuille pour compte de tiers en raison de leur importance dans le capital des sociétés cotées (pp 81-83) ;
- Le modèle continental européen ou « *insider* » qui privilégie le contrôle interne des *stakeholders* au travers du droit des sociétés et du droit du travail qui organisent des organes délibératifs au sein des entreprises.

Cette dualité rejoint une typologie des variétés de capitalisme avec la distinction de deux modèles : le modèle économie de marché libérale (LME) *versus* économie de marché coordonnée (CME) avec chacun des modalités propres de gouvernance qui conditionnent les stratégies des firmes. Pour comprendre ces modalités, ces deux modèles s'inscrivent dans une perspective institutionnaliste : « *Comprendre la gouvernance comme un système de régulation des comportements incite à adopter une perspective institutionnaliste. « Institutions matter » : ces dernières jouent un rôle décisif dans la dynamique économique et la performance des acteurs. A la fois contraignantes et « habilitantes », elles conditionnent les structures organisationnelles et les stratégies. Pour North (1990), elles définissent les incitations et les contraintes qui conduisent les agents à investir dans certains actifs, à acquérir des compétences spécifiques, à coopérer ou adopter un comportement opportuniste. (...) L'approche en termes de variété des capitalismes prend comme point de départ le comportement des firmes. Les auteurs identifient deux économies politiques dont les différences découlent du type et du niveau de soutien institutionnel disponible dans les activités de coordination.* » (Lantenois, 2003, p.13)

[57] Les auteurs estiment que le droit boursier protège davantage les actionnaires que le droit des sociétés. Cela s'explique par le fait que ce dernier relève de la législation des états fédérés qui laisse une grande place aux arrangements contractuels (exceptée la mise en place obligatoire d'un conseil d'administration). De plus, le droit des sociétés cotées aux Etats-Unis concerne principalement les « devoirs fiduciaires » des dirigeants et administrateurs avec un contrôle des obligations effectué *ex post*.

	Modèle LME	Modèle CME
Marchés financiers	Liquides et sophistiqués	Peu présents dans le financement des firmes qui s'appuie essentiellement sur les banques
Actionnariat	Portefeuille d'actions des investisseurs institutionnels diversifié →Actionnariat dispersé	Vaste réseau de participations croisées
Modalités de contrôle des managers	Exigence de la part des II de critères de transparence stricts Menaces de retrait (Wall Street Walk)	Contrôle par l'ensemble des parties prenantes (actionnaires, banques, représentants des salariés)
Action des managers	Biais court-termiste pour protéger la profitabilité Conseil d'administration dominé par le CEO	Processus de décision qui s'appuie sur le consensus Double conseil, centres de pouvoir multiples
Variables stratégiques clés	Maximisation de la valeur actionnariale	Objectifs multiples : profitabilité, part de marché et sécurité de l'emploi

Tableau 5 : Modèle LME versus CME (d'après Lantenois, 2003 et Vitols, 2001)
Légende → II : Investisseurs Institutionnels
→ CEO: *Chief Executive Officer* (Directeur Général)

De nombreux auteurs (notamment : Jeffers, Plihon, 2001) notent une convergence des modèles vers le modèle américain, conséquence d'un recours de plus en plus important des firmes au financement désintermédié mais surtout consécutif à une modification de la répartition du capital au sein des sociétés cotées. Une double tendance qui existe dorénavant en France avec un capital davantage concentré entre les mains des investisseurs institutionnels mais également plus dispersé (du fait de la disparition progressive des noyaux durs et des participations croisées) avec un pouvoir de plus en plus grand des actionnaires minoritaires. L'adoption d'un droit boursier largement inspiré des principes du droit fédéral américain traduit la progression du modèle LME. Les différentes directives européennes (voir *supra*) sur l'information à destination des actionnaires ainsi que la centralisation des autorités de marché voulue par le droit communautaire[58] (AMF en France, BAFin en Allemagne[59], Financial

[58] Cette volonté de centralisation des autorités de contrôle par le droit communautaire est illustrée par la *Directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 concernant les opérations d'initiés et les manipulations de marché*. L'article 11 rappelle que les États membres doivent faire respecter les interdictions et obligations prévues par la directive. Son article 12 précise que chaque État désigne une autorité administrative unique compétente en vue d'assurer l'application des dispositions adoptées conformément à la directive.

[59] *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, autorité administrative fédérale de contrôle des marchés financiers avec des prérogatives encore plus importantes que celles de la SEC.

Services Authority –FSA- en Grande-Bretagne) illustrent cette tendance. La convergence vers un modèle anglo-saxon, idéologiquement tourné vers la théorie de l'agence, s'exprime par un pouvoir rendu aux actionnaires. Celui-ci va s'étendre aux entreprises cotées en France et prendra principalement la forme d'un renforcement des mécanismes de contrôle mis en place par une règle de droit à portée générale. Cette tendance s'inscrit dans le cadre des théories juridico-financières qui traduisent une conception disciplinaire de la firme (Guéry-Stévenot, 2006) chargée de veiller à la répartition de la valeur créée au profit des actionnaires.

B) Le modèle français ou l'évolution du droit français des sociétés cotées vers un modèle néo-classique

Analyser les mécanismes juridiques de gouvernance régissant les sociétés cotées, c'est s'intéresser principalement à leurs modalités de fonctionnement. Il s'agit d'analyser le fonctionnement interne avec les règles régissant la répartition des pouvoirs. La société anonyme faisant appel public à l'épargne (traduction juridique de l'entreprise cotée) permet de drainer des capitaux importants[60] (« merveilleux instrument du capitalisme moderne » selon l'expression du juriste Ripert, 1962). Elle apparaît comme un lieu de décisions et de pouvoirs que le droit français s'attache à encadrer. La loi du 24 juillet 1966 fixe le régime juridique applicable à ces sociétés et définit leurs conditions d'organisation et de fonctionnement. Elle comporte même un volet pénal où est prévue une série d'infractions susceptibles d'être commises à l'occasion de la gestion de ces sociétés. Les changements importants dans la composition de l'actionnariat des sociétés cotées françaises ont entraîné une adaptation du droit. Alors que les pouvoirs publics avaient incité les épargnants à se regrouper dans les SICAV ou Fonds Commun de Placement (FCP) dès leur création à la fin des années 1970, les privatisations opérées en 1986, 1993 et 1997 ont développé un mouvement inverse d'encouragement du droit au développement de l'actionnariat direct des sociétés cotées (Merle, 2005). Le nombre des actionnaires directs des sociétés anonymes françaises est passé de 1,7 million en 1982 à 5,6 millions en mai 2000. Le développement de l'actionnariat « populaire » (épargnants et salariés des sociétés cotées) est attesté par le succès des offres publiques de vente (OPV) au cours de la précédente décennie. Un autre phénomène qui va influencer le droit des sociétés cotées est sans conteste la montée en puissance des

[60] Remarquons que la constitution des entreprises en sociétés anonymes (SA) n'est cependant pas réservée aux seules entreprises cotées sur les marchés réglementés : seules 787 SA sont inscrites à la cotation à Paris sur 128 085 SA (Merle, 2005 ; AMF, 2004)

investisseurs institutionnels dans le capital des sociétés cotées françaises (Morin, 1998 p.217). Ceux-ci détiennent au début de la décennie 2000 plus de la moitié des actions des sociétés du CAC 40 contre seulement 10 % en 1985[61]. Les exigences des investisseurs institutionnels en matière de rentabilité et de transparence de l'information vont modifier les règles françaises de *corporate governance*, aboutissant à un glissement progressif du droit français vers un modèle néo-classique de gouvernance actionnariale : « *Par leur nombre et par la puissance de leurs participations au capital des firmes cotées, ces investisseurs sont en mesure d'imposer à leurs directions un certain nombre de normes en matière de gouvernance d'entreprise.* » (Morin, 2006 p.68). Cette tendance s'inscrit dans un cadre européen favorable à la valeur actionnariale, souligné par le rapport Winter (2002) de la Commission européenne, produit par un groupe de travail chargé de réfléchir à une modernisation du droit des sociétés à l'échelle communautaire, comme l'illustre l'extrait suivant[62] : « *Dans un bon système de gouvernement d'entreprise, les actionnaires doivent avoir effectivement les moyens d'exercer une influence sur la société. (...) Les actionnaires sont les créanciers de dernier rang et ont droit à une part du bénéfice lorsque la société prospère et ils sont les premiers à souffrir lorsque ce n'est pas le cas. Les actionnaires doivent pouvoir faire en sorte que la société soit gérée dans leur intérêt et que les gestionnaires soient responsables de cette gestion. Accordant la priorité à la création de richesse, ils sont, de l'avis du groupe, extrêmement bien placés pour jouer un rôle d'observateurs critiques non seulement pour eux-mêmes, mais aussi dans des conditions normales, pour les autres parties prenantes.* ». Cette analyse est rejointe par le rapport de l'OCDE (1998) sur le gouvernement d'entreprise qui rappelle que l'objectif de toute firme évoluant en univers concurrentiel est de maximiser la valeur actionnariale. Dès lors, il s'agit de trouver dans la littérature juridique quels sont les éléments de droit objectif qui caractérisent ce modèle particulier.

L'article 1832 du code civil définit le contrat de société comme la mise en commun de biens ou d'activité en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter. La société doit être constituée dans l'intérêt commun des associés (article 1833). C'est le concept d'intérêt social, défini par la jurisprudence et la doctrine à partir de l'article 1833, qui va forger deux conceptions de la *corporate governance*. Certains juristes (notamment : Paillusseau, 1995 ; Teyssié, 2004) estiment que l'intérêt social se confond avec l'intérêt de l'entreprise et englobe non seulement l'intérêt des associés (actionnaires des

[61] Source : Statistiques de l'OCDE, Jeffers et Plihon *op. cit.*, Capelle-Blanchard *et a.l op. cit.*
[62] Cités par Aglietta et Rébériou (2004), p.327

sociétés anonymes) mais également celui des autres parties prenantes (salariés, clients, Etat).

D'autres (Schmidt, 1995 ; Martin, 2005) considèrent que l'intérêt social est constitué de l'intérêt de la société qui a été créée dans l'intérêt des associés-actionnaires. Ces derniers attendent un partage du bénéfice, conformément à l'article 1833 du code civil ; ce partage du bénéfice s'entendant comme une optimisation de la valeur de leurs titres. Peyrelevade (1999)[63], ancien président du Crédit Lyonnais, estime que cet article légitime le pouvoir des actionnaires auquel les dirigeants sociaux doivent se conformer. Face au flou de la notion d'intérêt social, le contrôle des actionnaires s'analyse comme une volonté de contrecarrer les dérives des dirigeants en matière d'opacité sur leurs rémunérations ou leur façon d'exercer le pouvoir. Ce modèle présuppose une convergence des intérêts comme le note Bissara (1998)[64] : « *La polémique a consisté à opposer l'intérêt commun des actionnaires à l'intérêt social... ce qui me laisse rêveur, car je pense pour ma part que l'intérêt commun des actionnaires se confond avec l'intérêt social qui implique la continuité et la prospérité de l'entreprise et par suite l'enrichissement de ses actionnaires.* ». A un niveau macroéconomique, la reconnaissance de la primauté des actionnaires dans les systèmes de gouvernance serait favorable aux intérêts sociétaux, à une économie forte et un chômage faible (Millstein, 1998). L'intérêt des actionnaires passe principalement par ***des droits pécuniaires***. Il s'agit d'abord du droit aux dividendes qui est la part de bénéfices que la société leur attribue[65]. L'activisme des fonds anglo-saxons en matière de création de valeur actionnariale s'explique en partie par la faiblesse du rendement moyen des actions des sociétés cotées du CAC 40 (Merle, 2005[66]). Ensuite, lorsque la société augmente son capital en numéraire, les actionnaires disposent d'un droit préférentiel de souscription aux actions nouvelles[67]afin de réparer le préjudice que tout actionnaire subit du fait de l'augmentation de capital : dilution de leurs droits sur les réserves, partage des bénéfices entre un nombre plus important d'actionnaires et « mêmes risques politiques liés à l'entrée de nouveaux associés » (Merle, 2005). Enfin, l'un des principaux droits pécuniaires de l'actionnaire est de pouvoir librement céder ses actions (principe de libre négociabilité). Ce droit a évidemment des conséquences politiques s'il s'exerce pour sanctionner l'équipe dirigeante : il s'agit du mécanisme de l'*exit* (Hirschman, 1972) qui consiste, en vendant ses actions, à faire baisser le

[63] Cité par Parrat (2003), p.33
[64] Juriste et ancien délégué général de l'Association nationale des sociétés par actions
[65] Art. L. 225-100 et L. 232-12 al. 1 du code de commerce

[66] A partir de plusieurs sources, cet auteur note que de 1969 à 1998, il s'est situé à 4,6 % avec un niveau plus bas en 1998 à 2,1 %. En 2005, il n'a représenté que 2,5 % de la capitalisation boursière (*op cit* : 353).
[67] Art. L. 225-132 du code de commerce

cours de l'entreprise cotée la mettant à la merci d'une OPA susceptible de chasser l'équipe dirigeante ou de diminuer sa capacité d'investissement. Très souvent, le signal explicite de l'*exit* résulte de recommandations négatives émises par des analystes financiers et équivaut à une sanction de la communauté des investisseurs (Baudru, Palpacuer, 2002). La volonté d'accroître et de maximiser la valeur actionnariale peut également prendre la voie de la *voice*, il s'agit alors de conserver ses titres afin d'exercer un contrôle du management dans l'intérêt des actionnaires. La détention de titres permet en effet aux actionnaires, en tant qu'associés de la société, d'exercer certains droits politiques auxquels les statuts sociaux ou la décision des organes sociaux ne peuvent porter atteinte : droit de vote aux assemblées générales, droit d'agir en responsabilité contre les dirigeants sociaux ou d'intenter une action en nullité pour obtenir en justice l'annulation des résolutions irrégulières.

Ainsi, afin d'optimiser l'intérêt des actionnaires, un ensemble de mécanismes de contrôle est mis en place par le droit français. Tout d'abord, le contrôle des actionnaires sur le management suppose une certaine indépendance des organes sociaux par rapport aux managers. Cette indépendance résulte de la limitation du nombre de dirigeants amenés à siéger au conseil d'administration et de l'introduction d'administrateurs indépendants. La présence d'administrateurs indépendants au sein de conseils d'administration est un facteur efficace de sanction des dirigeants peu performants (Weisbach, 1991, 1999). La définition de l'administrateur indépendant est donnée par le rapport Bouton (2002) sur le gouvernement des entreprises cotées : « *Un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement.* ». Ce rapport préconise que la moitié relative des conseils d'administration soit composée d'administrateurs indépendants afin de remplir efficacement les trois missions du conseil d'administration définies par l'article L.222-35 du code de commerce, à savoir : définir la stratégie de l'entreprise, désigner les mandataires sociaux et veiller à la qualité de l'information fournie aux actionnaires. Sans aller jusqu'à une indépendance totale des administrateurs, la loi NRE de 2001 a redéfini et encadré les pouvoirs du conseil d'administration[68] (art. L. 225-35 C.com), en limitant par exemple le cumul des mandats à cinq pour un même administrateur.

[68] On peut les regrouper en deux catégories : mise en place des organes sociaux (nomination, révocation et fixation de la rémunération des dirigeants) ; fixation des mesures nécessaires au bon fonctionnement des assemblées d'actionnaires (convocation, fixation de l'ordre du jour établissement des comptes annuels et des rapports annuels)

Ensuite, ce contrôle suppose des mécanismes informationnels permettant aux actionnaires de décider en toute connaissance de cause. Le droit estime que l'actionnaire doit être en mesure « *de se prononcer en connaissance de cause et de porter un jugement informé sur la gestion et la marche des affaires de la société* » (art. L.225-108 al. 1 du code de commerce). Ainsi, un très grand nombre de dispositions organisent cet accès à l'information qu'elle soit permanente ou ponctuelle (préalablement à l'assemblée générale d'actionnaires) : documents consultables par les actionnaires avant les assemblées générales ou envoyés sur leur demande, questions écrites aux dirigeants. La présentation par le conseil d'administration de rapports à l'assemblée générale des actionnaires sur la marche des affaires sociales au cours de l'exercice écoulé, sur les rémunérations et les avantages versés aux mandataires (et notamment un rapport informant les actionnaires des attributions de stock-options) constituent l'essentiel de cette réglementation. Ce droit a été nettement renforcé par la loi NRE qui permet dorénavant à un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 5 % du capital social ou aux associations d'actionnaires de poser des questions sur une ou plusieurs opérations de gestion effectuées par la société[69]. Les sanctions relatives au défaut d'information sont nombreuses : annulation de l'assemblée si l'actionnaire n'a pu exercer son droit de communication, injonction de faire par la justice, obtention de dommages et intérêts. Enfin, le développement des mécanismes juridiques favorisant l'attribution de *stock-options* trouve également sa justification dans le cadre de la théorie de l'agence : en liant plus étroitement les intérêts des bénéficiaires de stock-options à ceux des actionnaires on les incite à travailler pour augmenter la performance de l'entreprise (Guillot-Soulez, 2004). Ainsi, Palpacuer *et al.* (2007) notent : « *Conformément aux préceptes de la théorie de l'agence, les intérêts du management sont ici « alignés » sur ceux de l'actionnaire par le biais des politiques de distribution de stock-options qui, dès lors qu'elles atteignent une part substantielle de la rémunération des cadres de haut niveau, confèrent une importance significative au cours de l'action dans les processus de décision managériaux.* » (p.22). L'attribution aux cadres dirigeants de programmes de *stock-options* et de bonus liés aux performances individuelles et collectives s'est systématisée dans les grands groupes français dès la fin des années 1990 (Montagne et Sauviat, 2001). Présents dans le droit français depuis la loi du 31 décembre 1970, ces mécanismes inspirés de la formule américaine des *stock-options plans*[70] permettent

[69] Art. L.225-120 du code de commerce

[70] Baudru et Palpacuer (2002) notent que ces mécanismes sont utilisés depuis longtemps par les grands groupes américains (Philip Morris, H.J. Heinz, Campbell Soup, General Mills et Sara Lee) ainsi que les groupes européens de tradition de gestion anglo-saxonne (Unilever, Cadbury Schweppes, Diageo, ou Grand Metropolitan).

aux cadres dirigeants de souscrire ou d'acheter à des conditions avantageuses des actions de la société qui les emploie. Autorisés par le conseil d'administration, les plans de *stock-option* permettent aux managers de souscrire des actions nouvelles à un prix déterminé à l'avance. Ils disposent ensuite d'un délai pour lever l'option en percevant un bénéfice égal à la différence entre le prix de souscription et le prix de revente. Un « mauvais usage » des stock-options, conçus en principe comme des moyens de fidéliser sur le long terme les dirigeants, est régulièrement dénoncé par les actionnaires minoritaires[71] (Jaffré et Mauduit, 2002) : mise en place de plans d'options à des cours plus bas que lors des plans récemment adoptés, revente rapide des actions... La loi NRE, voulant mettre fin à certains abus, a apporté de nombreuses rectifications à ces mécanismes dans un objectif de transparence vis-à-vis des actionnaires. Ceux-ci doivent-être dorénavant informés dans un rapport spécial des plans de stock-option mis en œuvre (art. L.225-184 code de commerce). Les stock-options représenteraient plus de 60 % de la rémunération des cadres dirigeants en 2003 selon plusieurs études[72]. L'attribution d'actions gratuites à ces mêmes cadres bénéficiant d'un régime fiscal et social très avantageux grâce à la loi de finances du 30 décembre 2004, permet de compléter ce mode de rémunération incitatif.

Nous ne croyons pas comme Couret (2002) que le système juridique français s'éloigne de la relation d'agence. Si effectivement, comme le souligne cet auteur, les dirigeants disposent de pouvoirs accordés par la loi et non d'un simple mandat des actionnaires (solution abandonnée depuis la loi de 1966), les autres dispositions juridiques relatives à la gouvernance des sociétés cotées que nous venons d'analyser contribuent largement à incarner une relation privilégiant clairement les actionnaires. Couret centre son analyse sur les procédures de révocation des managers, très certainement limitées par la jurisprudence de la Cour de Cassation et la loi « Nouvelles Régulations Economiques » (NRE) du 15 mai 2001 qui exige pour le directeur général une révocation non discrétionnaire[73], mais sans vraiment

[71] Cette contestation dépasse le cadre des plans de stock-options et concerne plus généralement les modalités financières de départ versées aux présidents. Les mécanismes de « retraite chapeau » très confortables de l'ancien PDG de Carrefour (29 millions d'euros alors que l'entreprise connaissait certaines difficultés) ont été dénoncés par l'assemblée des actionnaires du groupe en 2005 (*Les Echos*, 21 avril 2005). La loi Breton du 26 juillet 2005 a désormais soumis ces mécanismes au contrôle des actionnaires par le biais des conventions réglementées soumises à l'autorisation préalable du conseil d'administration et à l'approbation des actionnaires (art. L. 225-40 al.2 et 3 du code de commerce). Ajoutons que ce mécanisme des conventions réglementées avait été nettement renforcé par la loi NRE du 15 mai 2001 dans un souci de protection des actionnaires.
[72] *La Tribune*, 28 avril 2003
[73] On parle de révocation pour justes motifs contrairement à la révocation *ad nutum* qui est discrétionnaire.

s'intéresser aux autres mécanismes juridiques renforçant les prérogatives de contrôle des actionnaires. La législation française des sociétés cotées et plus généralement du droit des marchés financiers s'inscrit comme un modèle garantissant la transparence informationnelle au service de l'actionnaire avec pour objectif un contrôle plus effectif de celui-ci sur le management :

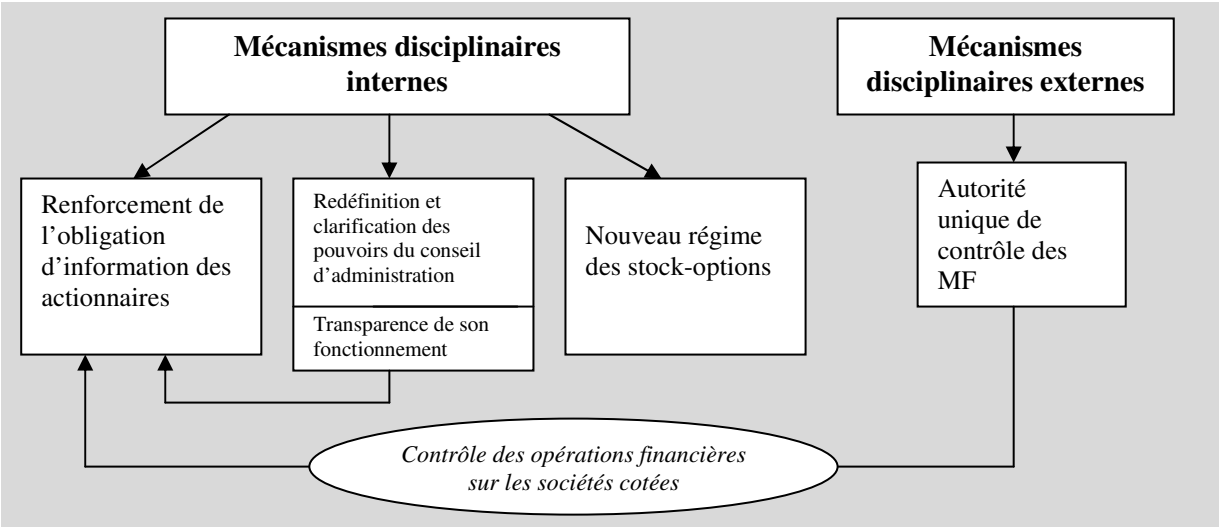


Figure 9 : Le modèle juridique français de gouvernance des sociétés cotées : le glissement progressif vers un modèle d'agence

La montée en puissance de l'industrie de la gestion collective a fait basculer le mode de gouvernance des entreprises cotées vers un modèle de type *shareholder*, fondé sur le contrôle des marchés financiers et des actionnaires. Le droit français a accompagné la construction progressive de ce modèle au travers des différentes réformes législatives intervenues dans les années 1990 et au début de ce siècle : lois de modernisation financière, de nouvelles régulations économiques, de sécurité financière..., autant d'avancées législatives contribuant à généraliser le modèle anglo-saxon de gouvernement d'entreprise et de régulation des firmes par les marchés financiers. Une étude menée par l'ERFI sur la globalisation et la financiarisation des stratégies d'entreprises révèle et illustre cette tendance à travers de nombreux entretiens avec les acteurs de la chaîne de l'investissement institutionnel. Elle a montré comment le groupe DANONE de 1997 à 2000 avait opéré une mutation incontestable vers un management stratégique congruent avec la problématique de création de valeur au profit de l'actionnaire. Des rencontres menées par ces chercheurs avec les analystes financiers ayant en charge le secteur agro-alimentaire confirment cette tendance

à la généralisation du modèle anglo-saxon : « *Pour la plupart des analystes, la cause est entendue : le modèle de gouvernement d'entreprise fondé sur la théorie de l'agence et prônant le primat absolu de l'actionnaire est appelé à se généraliser au fur et à mesure de la mondialisation de l'économie et de sa financiarisation reflétée par le rôle croissant des marchés financiers et, en leur sein, des acteurs majeurs que constituent les fonds d'investissement de divers types.* » (Pérez et *al*, 2002 p.89). Il est ainsi nécessaire de voir de façon plus approfondie, comment les analystes financiers ont contribué à diffuser ce modèle dans leurs relations avec les sociétés cotées.

C) La valorisation par les analystes financiers du primat de l'actionnaire

Dans le modèle *shareholder*, les managers doivent agir dans l'intérêt exclusif des actionnaires, au service de la création de valeur actionnariale[74]. Pour Betbèze (2003), le contrôle des actionnaires agencés dans des fonds divers et dans une « coalition » regroupant investisseurs, consultants et analystes financiers, est structuré dans l'expression d'un « objectif fédérateur », celui d'un rendement élevé, précisé dans divers indicateurs financiers de performance dont le plus connu est le *RoE*, à savoir la capacité de l'entreprise à garantir un retour sur fonds propres de 15 % à ses actionnaires[75]. L'EVA®[76] et les différentes méthodes de mesure de création de valeur vont bien au-delà des résultats comptables. Elles impliquent une approche favorable aux intérêts des actionnaires. De nombreux auteurs rejoignent l'analyse de Betbèze : Brown (1998) parle d'un « corporatisme dur orienté vers la valeur pour l'actionnaire », Brabet (2002 p.215) parle de « culte de la valeur pour l'actionnaire » tandis que Palpacuer *et al.* (2007) soulignent : « l'octroi aux cadres dirigeants de primes ou bonus

[74] Pour distinguer ces deux modèles, Charreaux (1998), parlera d'une approche pluraliste de la firme (en vigueur en Europe et au Japon) opposée à celle moniste, de type anglo-saxon. Selon cet auteur, le modèle *shareholder*, en étant concentré sur les seuls actionnaires et leurs modalités de contrôle, est insuffisant pour comprendre les mécanismes de création de valeur. Nous analyserons plus loin dans la revue de littérature juridique comment le droit français et communautaire s'est rapproché du modèle anglo-saxon, renforçant le pouvoir des actionnaires et notamment leurs modalités de contrôle sur le management.

[75] Aglietta et Rébérioux (2004) mettent en avant l'indicateur de l'*Economic Value Added* (EVA®) calculé de la façon suivante : $EVA = R - k.FP$ = *(ROE – k).FP* = (*ROA – Cmpc).K.*

R représentant le résultat net de cette société, *k* le rendement d'équilibre des fonds propres prévu par le MEDAF (modèle d'évaluation du rendement des actifs financiers qui permet de calculer la prime attendue par des investisseurs rationnels pour la détention d'actifs risqués) *FP* la valeur comptable des fonds propres, *ROE* (*Return On Equity*) la rentabilité financière (soit le rapport *R/FP*), *ROA* (*Return On Asset*) la rentabilité économique, *Cmpc* le coût moyen pondéré du capital et *K* la valeur total de l'actif (dettes + fonds propres).

[76] Cette mesure du profit économique a été initiée par le cabinet Stern, Stewart et Co qui est une marque déposée par ce celui-ci. Ce modèle a ensuite été adopté par des consultants comme Mc Kinsey (Charreaux, 1998) pour évaluer des managers, des *business units*. (Brabet, 2002 p.211).

liés à l'atteinte d'objectifs de performance qui intègrent des indicateurs de type EVA® permet d'orienter les objectifs managériaux vers la création de valeur actionnariale. » (p.22). Dès lors, s'opère une « convergence des approches » (Betbèze, 2003 p.27) dans l'achat et la vente d'actions : trouver tout indicateur lisible de performance financière des firmes. L'analyste financier va calculer ces ratios pour l'ensemble d'un secteur industriel qui vont servir d'étalonnage pour les sociétés cotées : « *Chaque fois qu'un ratio d'une entreprise s'écarte de la moyenne, il faut qu'elle soit en mesure d'expliquer la différence et de la justifier.* » (de Bruin[77], 1999 p.86).

Cette volonté de lisibilité conduit à une préférence des analystes financiers pour des entreprises recentrées en même temps qu'elle incarne la théorie moderne des portefeuilles. Plus les firmes englobent des métiers (secteurs) différents, plus leur image est brouillée et plus les recommandations les concernant sont complexes à formuler, « *Il faut alors qu'elles en paient le prix : « décote de holding » si elles font plusieurs choses à la fois, sinon une prime (négative) d'obscurité* » (Betbèze, *op. cit.* p.28), plus aussi il est difficile pour leurs clients investisseurs de composer des portefeuilles diversifiés équilibrant risque et rentabilité (Morin, 2006 p.75 ; Batsch, 1999 et 2002 ; Betbèze, *op. cit.*). Les analystes cherchent les « *best performers* » au sein des différents secteurs, les entreprises qui mettent en œuvre les meilleures stratégies au service de cette rentabilité. Ils conseillent alors d'en acheter les titres « *de façon à constituer un portefeuille offrant à la fois un niveau aussi prévisible que possible, de rentabilité et un autre niveau, aussi prévisible que possible, de risque.* » (Betbèze *op. cit.* p.28).

Les exigences de recentrage dictées par les analystes financiers ont été selon Betbèze fortement influencées par les travaux des consultants comme McKinsey ou le *Boston Consulting Group*. Agissant comme les guides des *best practices*, ils traduisent les différentes périodes du développement des firmes à travers trois temps que l'on peut schématiser comme suit :

[77] Directeur de la communication financière à l'Association Française des Banques depuis une dizaine d'années, cet auteur est une référence majeure de cette question sur les marchés financiers français. Il nous semble indispensable de noter les convergences d'approches entre ces professionnels et les universitaires.

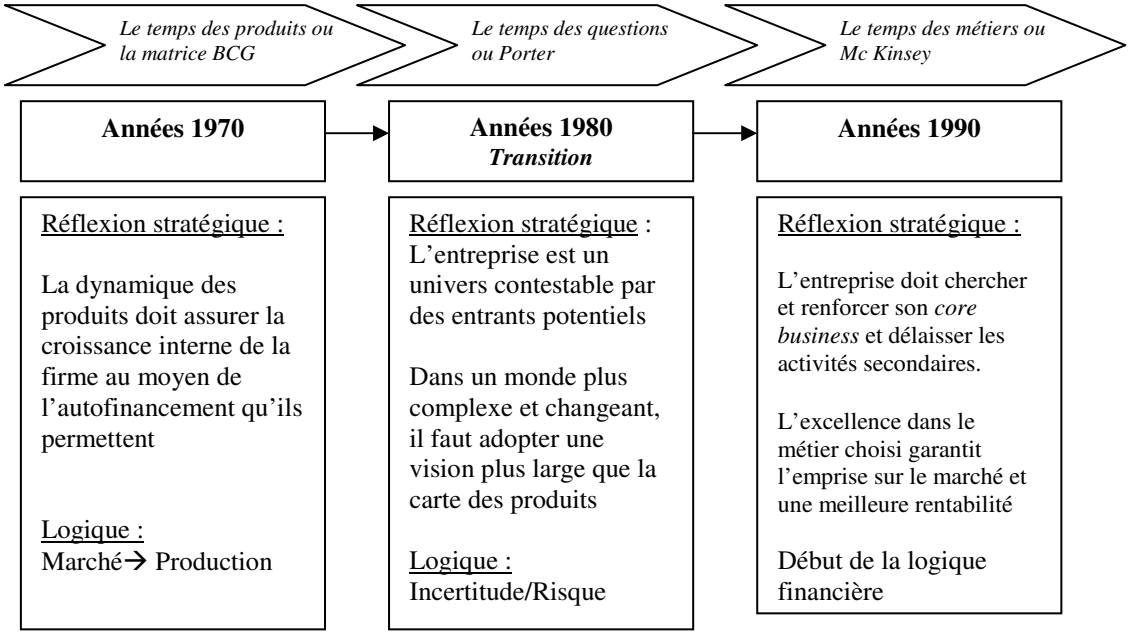


Figure 10 : Les trois temps des stratégies des firmes à travers les travaux des consultants selon Betbèze (2003)

Le troisième temps annonce une logique financière de création de valeur. C'est ainsi que McKinsey, dans la « démarche du pentagone » va identifier les opportunités de création de valeur par l'entreprise. Parmi celles-ci, *la valeur externe potentielle* est celle qui résulte d'une politique de recentrage du portefeuille d'activités grâce à des cessions d'unités dans lesquelles l'entreprise n'est plus capable d'extraire de la valeur ou au contraire grâce à des acquisitions qui lui permettront d'en dégager (Caby et Hirigoyen, 2005 p.14). Ainsi, la stratégie poursuivie sera de maîtriser le portefeuille d'activités existantes en se concentrant sur le cœur de métier ou les activités de niche tout en cédant les activités qui ne sont pas porteuses de création de valeur (Montagne, Sauviat, 2001). Shleifer et Wishny (1991) relient les mouvements de conglomérisation et de recentrage avec le concept d'efficience des marchés : dans les années 1960 et 1970, les stratégies conglomérales ont été fortement approuvées par les actionnaires pour être accueillies défavorablement dans les années 1980. Comment expliquer ce revirement ? Les actionnaires, mieux informés, prennent davantage en compte l'existence d'un « risque de diversification », résultant des divergences d'intérêts entre eux et les managers. Le dirigeant est favorable à la diversification qui lui permet de se protéger d'une conjoncture défavorable, de résultats médiocres ou d'une mauvaise gestion. Les actionnaires peuvent redouter qu'une trop grande diversification n'altère les performances du gestionnaire (notamment les capacités de suivi de la stratégie poursuivie) et n'entraîne une diminution de la performance globale de l'entreprise. Les stratégies conglomérales et de

recentrage sont ainsi l'illustration d'un classique conflit d'agence et marquent l'avènement de nouveaux rapports entre actionnaires et dirigeants (Perdreau, 1998).

Selon de nombreux auteurs, les stratégies de recentrage des grands groupes, hier organisés en multi-produits (dans les années 1970), ou multi-métiers (dans les années 1980), ne sont probablement pas non plus étrangères aux nouvelles stratégies de portefeuille et à l'organisation par secteurs du métier d'analystes *sell side*.

"*While diversification had been a hallmark of good management during the 1960s, shedding unrelated business had become the measure during the 1980s and 1990s. De-diversification, back to basics, and a return to core competencies have emerged as management ideologies for good reason. Wall Street generally applauds divestitures of unrelated business lines.*" (Useem, 1996 p.153)

"*The analysts' specialization in turn has had the effect of discouraging companies from unrelated diversification.*" (Useem, 1996 p.154)

« *Il est évident que la spécialisation des analystes par secteur défavorise la carrière boursière des holdings diversifiées, sans parler des conglomérats. Populaires dans les années 1970, les entreprises diversifiées sont passées de mode.* » (de Bruin, 1999 p.87)

"[Diversified firms] *straddle the industry categories that investors--and securities analysts, who specialize by industry--use to compare like assets; diversified firms hinder efforts at valuing their shares. As a result, managers of such firms face pressure from analysts to de-diversify so that their stock is more easily understood.*" (Zuckermann, 2000 p.11)

« *Il y a convergence entre analystes, instances de régulation, stratèges, investisseurs et directions converties aux principes de bonne gouvernance sur les nécessités du recentrage et de la maximisation de la valeur pour l'actionnaire.* » (Brabet, 2002 p.212).

Les entreprises cotées françaises ont du s'adapter à cette nouvelle donne[78] et adhérer à ces deux principes : recentrage et maximisation de la valeur pour l'actionnaire (Morin, 1998 p.36) dans leurs relations avec les investisseurs institutionnels. Il s'agit de reconnaître les investisseurs comme nouveaux interlocuteurs, de comprendre leurs attentes en matière de gestion et surtout de répondre à ces nouvelles attentes des analystes financiers qui constituent le lien entre les firmes et les investisseurs. Au cours de leurs rencontres avec les analystes financiers, les dirigeants des sociétés cotées « *se trouvent exposés aux critères de performance utilisés par les investisseurs, et doivent analyser et justifier leur stratégie selon le point de vue des marchés financiers*. » (Palpacuer *et al.*, *op. cit.*, p. 23). Les dirigeants repèrent les variables significatives pour les investisseurs institutionnels (ce que Montagne et Sauviat *op. cit*. appellent leurs « gammes d'orientations stratégiques et organisationnelles ») et gèrent leur communication financière en conséquence (Ginglinger, 2005[79]). Ils passent le plus souvent par des cabinets d'étude spécialisés en communication financière[80] qui vont les conseiller sur l'image financière de leur société en fonction des critères de décisions des investisseurs qu'elles intéressent. Ces cabinets interrogent les investisseurs sur différentes places boursières en étudiant leurs critères et modèles de décision.

Cette relation entre entreprises, investisseurs et analystes financiers se joue donc pour de nombreux auteurs autour de la notion de *shareholder value* qui va déterminer l'évaluation des entreprises par les marchés mais surtout les modalités d'action des firmes vis-à-vis de ces nouveaux interlocuteurs. Il s'agit alors pour les firmes de comprendre leurs critères d'investissement ou de désinvestissement et d'y adapter les pratiques managériales et communication financière. L'explication de la stratégie ou plutôt l'acceptation et la mise en œuvre d'un « modèle stratégique dominant » (Morin, 1998 p. 43) constituent les axes principaux des relations des firmes avec les deux principaux acteurs des marchés financiers, analystes et gestionnaires de fonds. Les firmes cherchent à nouer des contacts à tous niveaux avec ces acteurs : contacts téléphoniques avec les analystes, présentations détaillées de leurs résultats lors des *road-shows* ou *one to one*… Ce faisant, elles entrent dans « *un processus d'influence réciproque fait de pressions et de partage progressif des représentations de*

[78] Choinel et Rouyer (2002) parlent d' « exigences légitimes » des investisseurs qui influencent de façon croissante les autres acteurs de l'industrie de l'investissement institutionnel.
[79] Cet auteur s'appuie sur une enquête conduite par des chercheurs américains auprès de 312 dirigeants de sociétés cotées aux Etats-Unis qui considèrent que « ce sont les résultats par action, et non les cash-flows qui sont les variables clés prises en compte par les investisseurs ».
[80] Comme par exemple le cabinet InvestorSight

l'entreprise et de sa stratégie. » (Brabet *op cit* p. 215) ; « *Les relations entre les analystes financiers et les grands investisseurs institutionnels constituent le cœur de la communication financière (…) Les analystes financiers constituent le lien indispensable entre l'entreprise et les investisseurs. Les investisseurs institutionnels prennent toujours leur décision d'investir dans une société sur la base d'une opinion d'un analyste financier. (…) Bien qu'ils s'en défendent, les analystes constituent un pouvoir dans la mesure où leurs rapports ont une grande influence sur les décisions des investisseurs institutionnels et que leurs jugements sont repris par les médias.* » (de Bruin, 1999 pp 85-90). Une illustration particulièrement éclairante de ces tendances est fournie par un document interne d'une grande société de gestion française qui retrace les grands principes de sa politique d'investissement à l'égard des entreprises[81] :

Nous privilégions	**Nous nous méfions**
Une politique *shareholders friendly* Une stratégie claire et simple Un ratio capitalisation boursière/chiffre d'affaires dans la norme du secteur Une équipe structurée (direction financière, direction du développement) Des engagements tenus Un marché et des produits compréhensibles Une stratégie produit cohérente	D'un refus de rencontrer les actionnaires et analystes financiers D'une stratégie peu claire Des activités superposées sans fil conducteur D'un marché difficile à comprendre D'une communication externe brouillonne Des prévisions de résultats fantaisistes ou hors normes Des comptes déséquilibrés

L'intégration par les analystes financiers des théories de la *shareholder value*, leur spécialisation sectorielle constituent deux éléments forts des transformations du métier. Celles-ci doivent être maintenant reliées à la transformation des structures employant les analystes financiers.

[81] Tiré de la revue de la SFAF, *Analyse financière*, N°8, 3ème trimestre 2003

2. Les implications méso-économiques des transformations juridiques : une plus grande concurrence entre structures, une information plus efficiente.

Le développement de l'industrie de l'investissement institutionnel est largement facilité par le développement dans les années 1990 d'une réglementation qui a encouragé le développement des structures, développé un cadre de marché se voulant efficient pour tous les acteurs. La théorie de l'efficience des marchés est ainsi le postulat sous-jacent des politiques françaises de déréglementation visant à faire de l'exploitation des marchés financiers une activité concurrentielle.

A) Le cadre juridique de la déréglementation

1. Une multiplication des structures encouragée par le droit

Jusqu'à la fin des années 1980, l'organisation de la bourse de Paris était assez comparable à celle qui avait été mise en place au XIXème siècle. Regroupés au sein d'une corporation, les agents de change, chargés des opérations de transaction sur les marchés financiers, étaient titulaires de leurs charges et seuls habilités à négocier les valeurs mobilières. Ces agents étaient des officiers ministériels nommés par le Ministre de l'Economie et des Finances, soumis à un numerus clausus et responsables sur leurs biens propres. Ils percevaient sur chaque transaction un droit de courtage payé par l'acheteur et le vendeur, calculé selon des normes fixées par arrêté ministériel.

La déréglementation du marché financier a modifié le cadre juridique de ces structures centenaires. Elle s'est opérée en deux étapes.

D'abord la loi du 12 janvier 1988 a enlevé aux agents de change le statut de titulaire d'une charge officielle. En les transformant en sociétés de bourse de droit privé au capital appartenant à des institutions financières et à des actionnaires de référence, l'objectif du législateur était de permettre à ces sociétés d'ouvrir leur capital. En effet, il était apparu que l'organisation juridique des agents de change en tant que personnes physiques commerçantes était devenue inadaptée à la forte croissance du marché financier français, dynamisé par les premières privatisations de 1986. D'une part, la taille réduite de ces structures et la faiblesse

de leurs fonds propres ne permettaient pas de traiter convenablement l'augmentation croissante des ordres de bourse. D'autre part, l'application de commissions réglementées par arrêté ministériel constituait une entrave à la multiplication des échanges d'instruments financiers et handicapait lourdement les volumes d'échange de la bourse parisienne face à ses concurrentes anglo-saxonnes.

Voulant profiter du monopole de négociation transféré des agents de change vers les sociétés de bourse, les banques et certaines compagnies d'assurance sont donc entrées massivement dans le capital de ces sociétés. La conséquence de cette concurrence a été la quasi-disparition des bureaux d'analyse financière indépendante (Detroyat, SAFE, EFSA, Atlantic Finance) qui faisaient payer aux gestionnaires leurs analyses financières par un système d'abonnement. Dans un contexte d'augmentation considérable des volumes traités, les sociétés de bourse ont choisi de pratiquer une fourniture « gratuite » d'analyse financière qu'elles ont incluse dans les frais de courtage[82]. La position des bureaux indépendants, déconnectés des passations d'ordre en bourse, est devenue intenable (Galanti, 2006). Par la suite, la libéralisation des tarifs de courtage introduite par la loi du 30 juin 1989, conjuguée à un retournement du marché boursier (conséquence notamment du krach de 1987) a cependant rendu les investissements des banques et compagnies d'assurance dans les sociétés de bourse beaucoup moins intéressants, entraînant au début des années 1990 la disparition de nombre de ces sociétés. Au cours de la décennie suivante, les sociétés restantes ont été intégrées aux banques multi-capacitaires (par exemple, Cheuvreux par le Crédit-Agricole) ou en sont devenues des filiales par le biais de participations majoritaires (Exane en 2004 par BNP-PARIBAS). Actuellement, selon l'AMF (2005), les structures qui dominent le marché de l'analyse financière appartiennent à des banques multi-capacitaires : EXANE-BNP PARIBAS, Crédit Agricole Cheuvreux, Société Générale Securities, IXIS Securities (qui appartient à la Caisse d'Epargne[83]). Seul l'ex-agent de change Oddo, présent depuis le XIXème siècle, a réussi à maintenir son indépendance sur la place financière parisienne. L'analyse financière au cours des dix dernières années s'est presque totalement

[82] On parle de couplage*(bundling)* c'est-à-dire que la commission perçue sur les ordres comprend l'exécution de ceux-ci et la fourniture d'analyse financière : « la société de bourse délivre de l'information aux seuls clients qui passent des ordres » (Galanti, *op cit* p.49). Par exemple, pour une commission de courtage généralement comprise entre 0.15% et 0.25% HT, le coût de l'analyse financière représente la moitié de la commission globale de courtage (AMF, 2005)

[83] L'activité *brokerage* d'IXIS a désormais fusionné avec celle de NATEXIS (appartenant à la Banque Populaire) pour donner naissance à NATIXIS (décembre 2006).

« bancarisée »[84]au point où actuellement les banques emploient les deux tiers des analystes *sell-side* présents sur la place parisienne (AMF, 2005 ; AGEFI, 2006). Au demeurant, ce phénomène est similaire sur la place londonienne où les plus grosses équipes d'analystes *sell side* se situent au sein des « brokers dealers » appartenant à de grandes banques telles que JP Morgan, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Merrill Lynch, l'Union des Banques Suisses (UBS), Citigroup Smith Barney etc. (AMF, 2005).

La seconde étape va s'opérer en 1996 avec la loi de modernisation des activités financières (désormais MAF), prise en application de la directive européenne du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (dite directive « DSI ») avec pour objectif la création d'un marché unique des services financiers et la suppression des entraves à la concurrence entre les différentes places financières européennes. S'alignant sur cet objectif européen de promotion d'une plus grande concurrence en matière de finance de marché, la loi MAF du 2 juillet 1996 va bouleverser l'organisation du marché français en supprimant le monopole bicentenaire des agents de change et en ouvrant l'ensemble des métiers de la bourse à la concurrence française et étrangère. La loi crée le statut de prestataires de services d'investissement (PSI) en ne distinguant plus que deux catégories d'intermédiaires : les établissements de crédit (banques) et les entreprises d'investissement (sociétés de gestion de fonds ou de portefeuille et anciennes sociétés de bourse), tous deux pouvant exercer sur les marchés les activités de leur choix sous le contrôle et l'agrément d'autorités administratives. Concrètement, depuis cette loi, les entreprises relevant de cette définition européenne ont la possibilité de fournir des services d'investissement dans tous les États membres de l'Union européenne et, au-delà, de l'Espace économique européen, selon le principe de reconnaissance mutuelle des agréments par les États. En France, l'agrément et le contrôle des PSI est assuré par trois autorités administratives indépendantes du pouvoir politique : le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI), la Commission Bancaire et l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le CECEI, créé par la loi bancaire du 24 janvier 1984, est chargé par la législation bancaire et financière figurant dans le code monétaire et financier d'agréer, d'une part, les établissements de crédit qui effectuent à titre de profession habituelle des opérations de banque et qui, le cas échéant, peuvent également fournir des services d'investissement, ainsi que, d'autre part, les

[84] Sur ces nouveaux acteurs de l'industrie de l'investissement institutionnel qui ont fait émerger les analystes *sell-side*, voir chap. 1, pages 40 et s.

entreprises d'investissement, à l'exception des sociétés de gestion de portefeuille qui relèvent de l'autorité de l'AMF. Le CECEI approuve le programme d'activité des PSI et se prononce sur l'habilitation à exercer les activités de tenue de compte (conservation et compensation d'instruments financiers). La Commission bancaire est, quant à elle, chargée du contrôle prudentiel des PSI, à l'exception des sociétés de gestion de portefeuille qui relèvent de l'AMF. Depuis la loi de sécurité financière du 1er août 2003, elle veille au respect des lois et des règlements applicables aux membres des marchés réglementés et aux personnes habilitées à exercer les activités de conservation ou d'administration d'instruments financiers et sanctionne les manquements constatés.

Elle examine ainsi les conditions d'exploitation des PSI et veille à la qualité de leur situation financière[85]. Elle dispose d'un pouvoir d'injonction et de mise en garde des dirigeants d'établissement ; elle peut les contraindre à prendre telle ou telle mesure pour renforcer une situation financière ou corriger des modes de gestion. En cas d'échec, elle a la possibilité de prononcer un avertissement, retirer un agrément ou prononcer une sanction pécuniaire. L'AMF, créée par la loi de sécurité financière du 1er août 2003, est le véritable « gendarme de la bourse » qui exerce ses activités de contrôle et d'édiction de règles sur l'ensemble des opérations réalisées sur les marchés financiers français. Ses pouvoirs sont immenses[86] :

- elle règlemente et contrôle toutes les opérations financières portant sur les entreprises cotées (introductions en bourse, augmentations de capital, offres publiques d'acquisitions, fusions);
- autorise la création des SICAV et FCP ;
- définit les principes d'organisation et de fonctionnement des entreprises de marché ;
- surveille les marchés et les transactions et établit les règles de conduite sur ces marchés ;
- contribue au respect des règles du gouvernement d'entreprise.

[85] La mission générale de la Commission bancaire est de veiller à la sécurité des dépôts du public et plus généralement à celle des banques en édictant des principes (« règles prudentielles ») afin que le système bancaire soit géré de manière rentable et prudente.

[86] Il ne s'agit pas pour nous d'analyser de façon détaillée les différentes (et immenses) prérogatives de l'AMF sur les marchés financiers mais de voir plus précisément au cours de ce chapitre celles qui nous semblent pertinentes pour comprendre et analyser les missions des acteurs de l'industrie de l'investissement institutionnel.

Le contrôle de l'AMF sur les structures de l'industrie de l'investissement institutionnel concerne les sociétés de gestion de portefeuille, à savoir les personnes morales ou physiques qui assurent la gestion collective ou individuelle de l'épargne. L'AMF détermine ainsi les règles de bonne conduite et les obligations que doivent respecter ces professionnels habilités par elle à fournir des services d'investissement. Elle agrée les sociétés de gestion lors de leur création, apprécie la compétence et l'honorabilité des dirigeants ainsi que l'adéquation des moyens dont elles disposent. La constitution, la transformation, la fusion, la scission ou la liquidation d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières sont soumises à l'agrément de l'AMF. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, le dépositaire et la société de gestion doivent agir au bénéfice exclusif des souscripteurs. Ils doivent présenter des garanties suffisantes en ce qui concerne leur organisation, leurs moyens techniques et financiers, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants. Ils doivent prendre les dispositions propres à assurer la sécurité des opérations. L'AMF peut retirer son agrément à tout organisme de placement collectif en valeurs mobilières[87]. Ces règles professionnelles sont synthétisées par l'article L533-4 CMF disposant que :

« *Les prestataires de services d'investissement sont tenus de respecter des règles de bonne conduite destinées à garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations. Ces règles sont établies par l'Autorité des marchés financiers. Elles obligent notamment à :*

1. Se comporter avec loyauté et agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché ;

2. Exercer leur activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché ;

3. Etre doté des ressources et des procédures nécessaires pour mener à bien leurs activités et mettre en œuvre ces ressources et procédures avec un souci d'efficacité ;

4. S'enquérir de la situation financière de leurs clients, de leur expérience en matière d'investissement et de leurs objectifs en ce qui concerne les services demandés ;

[87] Mais le retrait d'agrément d'une entreprise d'investissement autre qu'une société de gestion de portefeuille est prononcé par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI), soit à la demande de l'entreprise d'investissement soit décidé d'office par le comité si l'entreprise d'investissement ne remplit plus les conditions ou les engagements auxquels étaient subordonnés son agrément. Pour les sociétés de gestion de portefeuille, le retrait est prononcé par l'Autorité des marchés financiers dans les mêmes conditions.

5. Communiquer, d'une manière appropriée, les informations utiles dans le cadre des négociations avec leurs clients ;

6. S'efforcer d'éviter les conflits d'intérêts et, lorsque ces derniers ne peuvent être évités, veiller à ce que leurs clients soient traités équitablement ;

7. Se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de leurs activités de manière à promouvoir au mieux les intérêts de leurs clients et l'intégrité du marché.

8. Pour les sociétés de gestion de portefeuille[88]*, exercer les droits attachés aux titres détenus par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'elles gèrent, dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces organismes de placement collectif en valeurs mobilières et rendre compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. En particulier, lorsqu'elles n'exercent pas ces droits de vote, elles expliquent leurs motifs aux porteurs de parts ou actionnaires des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

Les règles énoncées au présent article doivent être appliquées en tenant compte de la compétence professionnelle, en matière de services d'investissement, de la personne à laquelle le service d'investissement est rendu. »

Les différentes modifications juridiques intervenues dans les années 1990 n'altèrent pas l'obligation juridique d'intermédiation financière qui s'impose à toute personne qui souhaite procéder en bourse à une négociation sur un instrument financier. Il est encore indispensable de passer son ordre auprès d'un prestataire de services d'investissement et surtout de l'effectuer dans le cadre de marchés réglementés, organisés par les dispositions juridiques de chaque Etat membre. De la loi MAF de 1996 jusqu'en 2006, le droit n'aura de cesse de s'occuper d'offrir aux investisseurs un cadre sécurisé par le contrôle des autorités administratives. Au début des années 2000, la législation communautaire ira plus loin en incitant les Etats membres à intensifier une concurrence entre les divers lieux et

[88] Ce point 8 concerne les organismes de placements collectifs (organismes de placement collectif en valeurs mobilières ; fonds communs de créance). Un organisme de placement collectif en valeurs mobilières est géré par une société de gestion spécialement agréée à cet effet par l'Autorité des marchés financiers. Les titres détenus par les OPCVM sont gérés par les sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs (sociétés de gestion de portefeuille, sociétés de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières, sociétés de gestion de fonds communs de créances, et plus accessoirement par les sociétés de gestion de sociétés civiles de placement immobilier et les sociétés de gestion des sociétés d'épargne forestière).

modes d'exécution des ordres de bourse, afin d'aboutir aboutissant à une meilleure organisation des marchés.

2. *Une meilleure organisation des marchés*

L'objectif poursuivi par le droit des marchés financiers est de permettre aux investisseurs de voir leurs ordres exécutés dans les meilleures conditions et au meilleur coût, organisant ainsi les principales modalités d'une concurrence pure et parfaite. L'article L.421-3 du code monétaire et financier (CMF) définit donc les marchés réglementés comme des marchés qui doivent « *garantir un fonctionnement régulier des négociations* », où doivent notamment être fixées des règles établies par l'entreprise de marchés concernant : « *les conditions d'accès au marché ou d'admission à la cotation, les dispositions d'organisation des transactions, les conditions de suspension des négociations d'un ou plusieurs instruments financiers, les règles relatives à l'enregistrement et à la publicité des négociations.* ». Le code monétaire et financier ainsi que le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) organisent le statut des entreprises de marché définies comme les sociétés commerciales assurant le fonctionnement des marchés réglementés d'instruments financiers. En France, il s'agit d'Euronext Paris SA[89] à laquelle la loi donne le pouvoir d'établir les règles de marché.

L'existence d'une dualité traditionnelle entre « marché régi par les prix », qui est l'apanage des pays de tradition anglo-saxonne, et « marché régi par les ordres », que privilégient les pays d'Europe continentale (dont la France), tend à disparaître au profit de la première acception. Ainsi, les dernières directives de l'union européenne comme la directive d'avril 2004 relative aux marchés d'instruments financiers (MIF) ont mis en place un cadre juridique global s'appliquant aux différents modes d'exécution des ordres et non plus aux seuls marchés réglementés (comme le prévoyait la DSI de 1993).

La directive MIF consacre le principe de concurrence entre plusieurs systèmes de négociation : les marchés réglementés, les *Multi Trading Facilities* (MTF[90]) et les systèmes

[89] La création d'Euronext en septembre 2000 a fait disparaître une série d'entreprises de marché dans les pays membres. La France a fusionné en une entreprise unique les sociétés qui géraient le Premier marché, le Second marché, le Nouveau marché, le MONEP, le MATIF. Euronext Paris SA est devenue la filiale d'Euronext NV, société holding hollandaise.

[90] Un MTF est une entité qui, sans être réglementée en qualité de bourse, gère un système qui organise une confrontation d'ordres d'achat et de vente provenant de divers participants (agissant pour compte propre ou compte de tiers), conformément à des règles qui fixent des conditions objectives pour participer à cette plate-forme, de manière à aboutir à la conclusion d'un contrat. Quatre critères le définissent : une entité (entreprise

d'internalisation mis en place par les entreprises d'investissement. La directive MIF, transposée en France par l'ordonnance du 12 avril 2007[91], va entraîner de profondes modifications de l'organisation du marché en mettant fin à l'obligation de concentration des ordres sur le marché réglementé (en l'occurrence Euronext). Elle permettra ainsi aux prestataires de services d'investissements d'exécuter les ordres de leurs clients, sans les faire transiter par la bourse, via la gestion de MTF ou en procédant à leur internalisation. Au total, cette nouvelle réglementation renforce le poids des entreprises d'intermédiation financière en leur permettant de concurrencer les entreprises de marché dont le rôle traditionnel d'organisation des marchés financiers est fortement atténué. C'est ainsi qu'en novembre 2006, sept grandes banques multi-capacitaires parmi les plus importantes en termes d'activité au sein des marchés financiers et réalisant plus de 50 % des transactions sur les actions européennes (Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley et UBS), ont signé une alliance afin de monter une MTF pour les transactions sur les actions européennes. Profitant de la nouvelle législation européenne, ces structures veulent pouvoir maîtriser les coûts d'intermédiation en contournant la fixation des prix par les entreprises de marché.

Ainsi, la législation vise à mettre en place une concurrence effective entre les divers lieux et modes d'exécution des ordres, quels que soient leurs statuts. En outre, elle vise à établir des normes de transparence et de divulgation d'informations sur les ordres traités afin de limiter les asymétries informationnelles. Le cadre d'action juridique vise donc à une meilleure efficience informationnelle.

B) Droit des marchés financiers et efficience informationnelle

Aux Etats-Unis, la loi Sarbanes-Oxley (*Corporate Accountability Act*), entrée en vigueur le 30 juillet 2002 et applicable aux sociétés américaines et aux sociétés étrangères cotées aux États-Unis, comporte de nombreuses dispositions destinées à assurer le développement de l'information financière et sa transparence. Les dirigeants et administrateurs d'entreprises cotées doivent certifier personnellement auprès de la SEC (*Securities and Exchange Commission* : l'autorité de régulation et de contrôle des marchés

d'investissement) qui organise le système, un système multilatéral, un système non discrétionnaire, un système qui permet l'appariement des ordres (que la transaction soit nouée irrévocablement dans le système ou non). (Source : Fédération bancaire française)

[91] Ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers, J.O. n° 87 du 13 avril 2007, p. 6749, texte n° 9.

financiers américains) l'exactitude des comptes trimestriels et annuels. Au sein du conseil d'administration, la mise en place de comités d'audit est fortement conseillée et vise à superviser le recrutement, la rémunération et les missions des auditeurs chargés de certifier les comptes. Cette législation fait suite au scandale d'Enron/ Andersen qui a mis en question l'efficacité du contrôle que la SEC est amenée à exercer sur les 5 000 sociétés cotées et les quelque 7 900 courtiers américains (Pluchart, 2005). Elle s'inscrit dans une tendance continue du législateur fédéral, au cours des années 1990, à exiger des entreprises cotées la production d'informations fiables, à destination des actionnaires, indispensable à l'efficience des marchés financiers (Frison-Roche, 2003).

Cette volonté de transparence est visible de la même façon en France où le droit des marchés financiers vise à mettre en œuvre des outils destinés à assurer la transparence des marchés et la protection des investisseurs. Ces outils concernent les processus informationnels en vigueur au sein des marchés financiers.

Le droit des marchés financiers incrimine le délit d'initié comme l'une des « atteintes à la transparence des marchés »[92] tandis que la jurisprudence de la Cour de cassation juge que ce délit est « susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires ». La directive européenne « Abus de marché » du 28 janvier 2003 définit la notion d'« information privilégiée » et vise à lutter contre les manipulations nuisant à la transparence et à l'efficience des marchés financiers. La réglementation européenne encadre donc le « délit d'initié ». L'article 1er de la directive du 28 janvier 2003 définit ainsi la notion d'« information privilégiée » : elle doit être précise, ne pas avoir été rendue publique et doit concerner « *directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés* ». L'article 2 ajoute que les personnes détentrices de ce type d'informations ne peuvent les utiliser pour acheter ou vendre - ou tenter de le faire - des instruments financiers. De même, l'article 3 prohibe la communication de ces informations à des tiers. L'article 6 de la directive précise que les émetteurs d'instruments financiers doivent rendre publiques, « *dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement lesdits émetteurs* » (point 2). Ce même article ajoute que lorsqu'un émetteur

[92] Intitulé de la section 1 du chapitre V « Infractions relatives à la protection des investisseurs » (art. L.465-1 CMF)

communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal de ses fonctions, il doit rendre « cette information intégralement et effectivement publique, soit simultanément en cas de communication intentionnelle, soit rapidement en cas de communication non intentionnelle » (point 3). La directive « Abus de marché » a été transposée en France par la loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (dite « loi Breton ») et la loi n°2005-811 du 20 juillet 2005 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers (« loi DDAC »). Ces réformes législatives ont suivi des modifications parallèles dans le règlement Général de l'AMF. La volonté de privilégier une information efficiente conduit également la législation à contrôler l'indépendance et l'intégrité des différents acteurs qui traitent cette information et surtout qui assurent la circulation de celle-ci comme les auditeurs (pour l'information financière) et surtout les analystes financiers. La réglementation européenne[93] s'inscrit dans les mesures préventives des abus de marché qui utilisent de nombreux procédés (Ohl, 2005) : exigences organisationnelles de mise en place de codes de bonne conduite pour certaines catégories de salariés, « murailles de Chine » afin d'éviter les conflits d'intérêts.

3. Les implications micro-économiques du droit : le contrôle juridique des analystes financiers au service de la transparence informationnelle

Le droit considère les analystes comme des acteurs très importants du marché en estimant que leurs analyses influencent notablement les comportements des acteurs des marchés : investisseurs ou gestionnaires de portefeuille. La législation relative aux analystes financiers s'inscrit dans le modèle néo-classique d'efficience des marchés financiers que nous avons pu analyser dans le premier paragraphe: « il n'y a de modèle de marché efficient qu'autant que ce marché dispose instantanément de l'information pertinente », selon Fama, 1970[94]. Pouvant affecter la valeur des instruments financiers et par conséquent le fonctionnement du marché, les recommandations des analystes doivent être dictées par un jugement libre et éclairé (Gastaud, 2006). D'où une réglementation spécifique à cette

[93] Notamment la directive n° 2003/125/CE du 22 déc. 2003, prise pour l'application de la directive « abus de marché ». De façon globale, les différentes directives tentent de régler une très grande diversité de dysfonctionnements susceptibles de compromettre l'organisation efficiente des marchés tels que l'appariement des ordres, la détection des ordres anormaux, la fixation des cours de bourse, la suspension des opérations...
[94] Cité par Gastaud, 2006 (p.75) et de Vauplane et Bornet, 2001(p. 904, n°1013).

profession contenue dans le Code monétaire et financier ainsi que dans le règlement général de l'AMF (désormais RGAMF), prise en application des différentes directives européennes.

A) La position du droit : prévenir les conflits d'intérêt et protéger les investisseurs

La directive « Abus de marché » a créé une réglementation applicable aux analystes financiers « dont l'activité participe de la diffusion d'information sur les marchés et exerce une influence sur les décisions des investisseurs ». Elle a incité les Etats membres à prendre des mesures pour rendre plus sûres les recommandations d'investissement, et exige la présentation « équitable » des recommandations d'investissement produites et diffusées par les analystes financiers. D'abord, elle contraint ceux-ci « d'être en mesure de démontrer à première demande de l'autorité des marchés le caractère raisonnable de toute recommandation ». Ensuite, la directive exige des analystes qu'ils soient tenus de « veiller à ce que l'information soit présentée de manière équitable », que « les faits soient clairement distingués de leurs interprétations personnelles », qu' « ils précisent les hypothèses de travail retenues » (art. 3) et « vérifient la fiabilité de leurs sources » (art. 4, § 1) Enfin, tout avis des analystes doit mentionner s'ils ont des intérêts significatifs investis dans les valeurs faisant l'objet de leurs recommandations ou s'ils sont en conflit d'intérêts avec un émetteur visé dans leurs recommandations (art. 5, § 1). Notamment, l'avis doit indiquer si la rémunération des personnels de prestataires de services d'investissement et de banques qui participent à l'élaboration des recommandations est liée aux opérations menées par ces prestataires et banques (art. 6, § 3)**.** De la même façon, la directive Marchés d'instruments financiers (MIF) a prévu des dispositions pour les entreprises d'investissement exerçant des activités d'analyse financière. Le projet de directive européenne de février 2006, qui vise à mettre en application les principes de la directive MIF, consacre deux articles à la « recherche en investissement », entendue comme les « travaux de recherche ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs d'instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments, destinés aux canaux de distribution ou au public ». La directive énumère des conditions limitatives pour qu'une recommandation soit rattachée à une recherche en investissement. A défaut, une recommandation ne satisfaisant pas aux critères énumérés devra être considérée comme une

information publicitaire. Des exigences organisationnelles transposées en droit français, que nous analyserons par la suite, sont posées dans le but de garantir l'indépendance de l'analyse et prévenir tout conflit d'intérêts. Sont prises en compte la taille et les activités de l'entreprise d'investissement ainsi que l'ampleur du risque encouru par les clients. Les mesures suggérées visent les procédures d'interdiction et de contrôle des échanges d'informations, la surveillance des personnes, la rémunération, les dispositifs empêchant les analystes d'exécuter des transactions sur les instruments financiers qu'ils étudient et d'accepter des « incitations » venant de personnes ayant des intérêts importants dans l'objet de leur recherche.

La réglementation, tant au niveau français qu'au plan communautaire impose donc des dispositions visant à identifier, prévenir ou gérer ces conflits d'intérêts. Pour Ohlin (2005), « la nécessité de rappeler de telles évidences en dit long sur le laxisme des pratiques en usage... » car cette réglementation a été mise en place suite aux nombreux scandales qui ont émaillé l'analyse financière en France mais surtout aux Etats-Unis. C'est l'affaire Enron qui a révélé l'incapacité de la grande majorité des analystes américains à détecter les agissements délictueux de certains dirigeants et les contre-performances des sociétés cotées souligne Pluchart (2005). Pour cet auteur, cette affaire a été révélatrice des limites de l'adoption d'un formalisme des entreprises cotées à destination des marchés financiers reprenant « *la conjugaison apparemment cohérente et dynamique des modèles managériaux américains dominants dans les années 1990* » centrée sur la création de valeur actionnariale. Car c'est à cette période que la création de valeur actionnariale est devenue un objectif prioritaire des dirigeants des sociétés cotées afin de séduire les actionnaires investisseurs institutionnels (Jeffers, Plihon, 2001). Cet objectif affecte les modes de management de ces sociétés et implique direction générale et direction des ressources humaines (Mottis et Ponsard, 2000) : attribution des stock-options, fixation de bonus en fonction de l'obtention et du dépassement des objectifs d'EVA®[95] fixés globalement au niveau de l'entreprise en liaison avec les rendements anticipés par les investisseurs puis décomposés par unité de production et affichés sur des périodes pluriannuelles de manière à inscrire dans la durée l'action des managers (Jeffers, Plihon, 2001). La stratégie industrielle d'Enron conjuguant finance et nouvelles technologies va séduire investisseurs et analystes financiers en affichant une rhétorique et une pratique de création de valeur. Par exemple, en matière de gestion des ressources humaines, Enron adopte une structure plate, faiblement hiérarchisée et organisée en centres de profit ;

[95] Sur cette notion, voir *infra*, notes 75 et 76, page 93

l'entreprise érige en principe de gestion l'autonomie et la responsabilité du personnel dans le but d'une croissance continue de la valeur créée pour l'actionnaire (Aglietta, Rébériou p.297). De la même façon, s'opère en termes comptables une stratégie de réduction de ses actifs les plus dévalorisés vers des filiales théoriquement autonomes ainsi qu'un gonflement artificiel du chiffre d'affaires. Le but étant de garantir une évaluation boursière très favorable. Dès lors, l'entreprise s'est conformée, du moins en façade, aux attentes des investisseurs d'une approche *growth* privilégiant la valorisation boursière du titre. Par conséquent, en réaction, la législation tendrait de mettre fin au « modèle Enron » à double étage (« apparent » et « caché ») synthétisé par le tableau ci-dessus :

Modèle	***Stratégie***	***Dynamique organisationnelle***	***Culture***
Apparent	Modèles industriels (*trading*, management par la valeur) et financiers (instruments dérivés...) reconnus par les marchés financiers	Respect apparent des règles de gouvernance et de contrôle par un « *big five* » Partenariat avec de grandes banques	Modèle ancré dans la nouvelle économie (places de marché électroniques...) et des valeurs citoyennes
Caché	Base de compétence fondée sur une (fausse) ingénierie orientée vers la dissimulation de pertes (sous couvert de processus et d'instruments financiers complexes)	Comportements marqués par : - une insuffisance de contrôle - de la désinformation financière - du clientélisme (« *crony capitalism* ») - de la comptabilité créative - des manipulations de cours - des abus de biens sociaux et des conflits d'intérêt	Valeurs fondées sur une éthique strictement fonctionnaliste, orientée vers la valorisation boursière du titre Enron

Tableau 6 : Le « modèle Enron » (Pluchart, 2005)

La responsabilité de l'ensemble des acteurs de l'industrie de l'investissement institutionnel a été amplement soulignée par l'ensemble des études et recherches. Enron était censée être sous le contrôle des « *big five* » : auditeurs, analystes financiers, agences de notation, banques et juristes, acteurs de l'industrie de l'investissement institutionnel chargés d'être les « gardes-fous » (« *gatekeepers* ») de la chaîne d'investissement (Cofee, 2002 ; Aglietta et Rébériou, 2004, p. 308) en contrôlant notamment la validité et la pertinence des informations fournies par les entreprises cotées, comme nous pouvons le synthétiser dans le schéma ci-dessus :

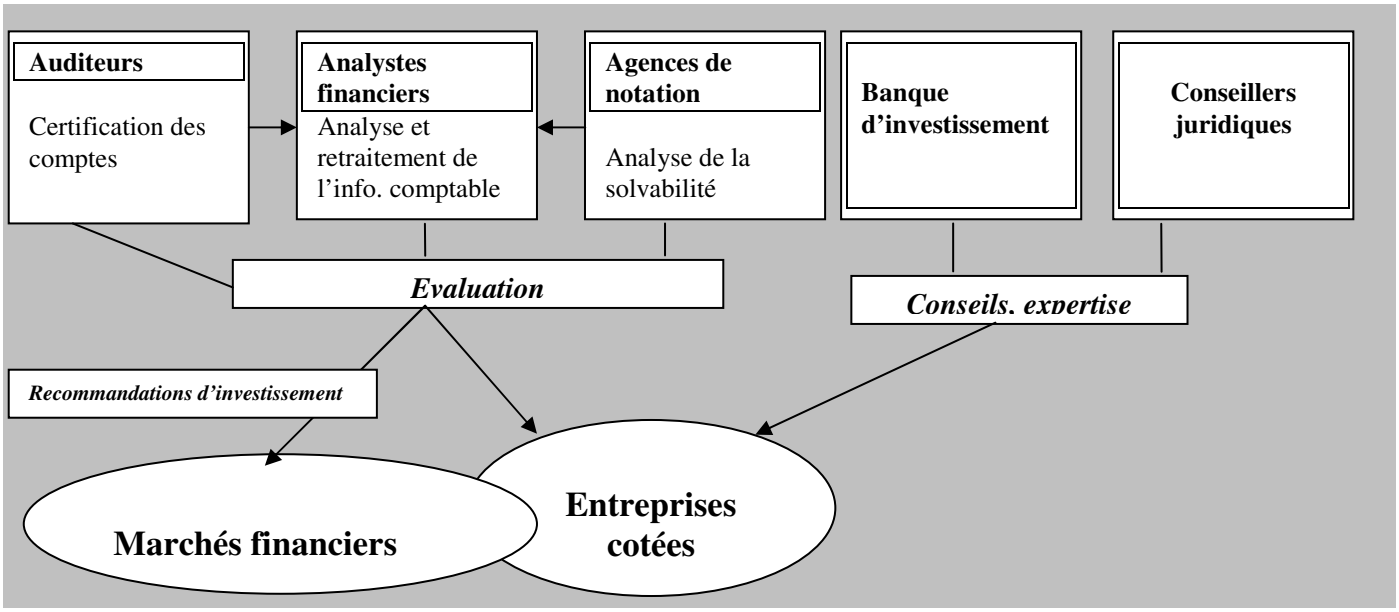


Figure 11 : Chaîne informationnelle et contrôle du processus d'investissement par les « *big five* »

Au sein de la chaîne informationnelle, la responsabilité des analystes financiers a été soulignée : jusqu'en octobre 2001, Aglietta et Rébériou (2004, p. 310) notent que seize des dix-sept analystes financiers en charge du suivi de la valeur d'Enron ont maintenu des recommandations d'achat à destination des investisseurs. Les collusions entre analystes financiers et banque d'investissement sont les explications les plus communément admises : « (...) *ces analystes travaillent le plus souvent pour des banques d'investissement qui offrent par ailleurs des conseils aux entreprises analysées. Dans ces conditions, il peut se révéler très coûteux pour la banque comme pour la carrière de l'analyste d'émettre une recommandation de vente du titre. La montée en puissance des conflits d'intérêts chez les analystes peut être appréciée par le rapport des recommandations d'achat aux recommandations de vente émises*

par l'ensemble des analystes des Etats-Unis : alors que ce ratio s'élevait à 6 contre 1 en 1991, il atteignait 100 contre 1 en 2000. » (p. 311). Plus grave encore sont les révélations faisant suite à l'enquête diligentée par le ministère américain de la Justice, sur la banque d'affaires Merrill Lynch, qui avait montré que certains analystes publiaient des rapports très élogieux sur des sociétés (notamment Enron) alors qu'ils les dénigraient dans le même temps dans des courriels privés. Les réactions législatives aux Etats-Unis (notamment la loi fédérale Sarbanes-Oxley du 30 juillet 2002) à ce « modèle » ont eu pour objet de renforcer le contrôle sur les auditeurs[96] chargés de certifier les comptes mais surtout sur les dirigeants tenus de les certifier personnellement auprès de la SEC avec un renforcement des sanctions pénales prévues en cas de délit. L'affaire Enron a surtout révélé les failles d'un système où les revenus des banques d'affaires étaient très largement supérieurs à ceux provenant du *brokerage* (courtage) et étaient devenus la source majeure de leur profit. Ainsi, les commissions prélevées sur les opérations du marché primaire représentaient, au moment d'un contexte boursier américain haussier dans la seconde moitié des années 1990, entre 2,7 et 3,5 % des sommes levées grâce à l'opération menée par la banque d'affaires. Pour les introductions en bourse, les commissions peuvent atteindre 5 % du montant de l'opération alors que les commissions d'intermédiation se situent entre 0.25 % et 0.50 % (Bayle et Schwartz, 2005). A titre d'exemple, une « petite » banque d'affaire, Salomon Smith Barney, filiale de Citygroup a levé (pour près de 81 entreprises) entre 1996 et 2001, 190 milliards de dollars... Face à ces sommes très importantes, l'érection théorique d'une « muraille de Chine » entre les activités d'analyse financière et celles de la banque d'affaires n'a donc pas résisté aux conflits d'intérêts car les analystes financiers ont souvent joué le rôle de « faire-valoir » pour le compte des banquiers d'affaires, permettant d'apposer une certaine légitimité aux opérations financières initiées par l'activité *corporate* génératrice d'une part significative du chiffre d'affaires des banques. L'analyste est devenu un promoteur important du succès des opérations de la banque d'affaires : Boni et Womack, 2002 ; Sauviat, 2003 ; Bayle et Schwart, 2005., Galanti, 2006[97] . Dans les dossiers d'introduction en bourse par exemple, il n'était pas rare que la banque d'affaires demande à l'analyste de faire une étude facilitant le placement... Salarié de banques, dont une partie majeure du chiffre d'affaires provient du conseil aux

[96] Création du PCAOB, *Public Oversight Board*, organe de contrôle des auditeurs placé sous le contrôle de la SEC qui établit une liste des activités interdites (séparation des activités de certification des comptes et de conseil) aux cabinets d'audit afin d'éviter les conflits d'intérêt.

[97] Cet auteur (p.108) note qu'un questionnaire envoyé par Krigman, Shaw et Womack (2001) à des dirigeants d'entreprises américaines indique que la qualité de la recherche de l'analyste figure parmi les trois raisons importantes pour désigner la banque d'affaires dans un contrat d'introduction en bourse : « la promesse d'une évaluation favorable par l'analyste détermine le choix de la banque d'affaires ».

sociétés lors de l'activité *corporate*, l'analyste qui souhaite publier une étude défavorable à telle ou telle entreprise prend le risque de froisser le dirigeant de cette entreprise et de faire perdre du même coup un client important à son employeur. L'entreprise cliente de la banque d'affaires peut menacer de retirer de nombreux contrats *corporate* (comme par exemple l'activité obligataire) en cas de sous-pondération de son titre par l'analyste *sell-side* de l'activité *brokerage* de la banque... En France, le même type de dysfonctionnements est apparu : en décembre 2003, LVMH a assigné en justice une analyste de Morgan Stanley au motif qu'elle aurait privilégié Gucci, client de la banque d'affaires américaine, au détriment de LVMH dans ses analyses financières[98]. Cependant, ces dysfonctionnements sont restés limités du fait de la faiblesse de l'activité *corporate* comparée à celle existant aux Etats-Unis. Même si la participation des analystes financiers aux opérations de la banque d'affaires s'opère au cas par cas et n'a jamais été érigée en système comme aux Etats-Unis, le législateur français a dû introduire de profondes modifications du cadre juridique applicable aux analystes financiers pour éviter les dérives constatées dans le passé. S'inspirant des différentes directives communautaires (cf. *infra*), cette modification en profondeur du code monétaire et financier et du règlement général de l'AMF conduit à influencer l'organisation du travail et la production au sein des structures d'analyse financière.

B) Les dispositions juridiques encadrant l'organisation du travail des analystes financiers et la production d'analyse financière

L'érection de « murailles de Chine », les dispositions concernant le mode de détermination des rémunérations des analystes, les règles limitant la capacité des analystes à gérer leur propre portefeuille et les obligations d'informations à porter sur les documents de recherche, composent l'essentiel de la réglementation française qui touche aussi bien la communication interne, l'organisation du travail que finalement le processus de production de l'analyse.

---

[98] Jugement du Tribunal de commerce de Paris du 12 janvier 2004, confirmé en partie par la Cour d'appel de Paris le 30 juin 2006 (affaire Morgan Stanley/LVMH). Le jugement a considéré qu'il n'existait pas de séparation stricte entre les services recherche et conseil chez Morgan Stanley et que l'analyste du secteur du luxe favorisait systématiquement Gucci - client de longue date de Morgan Stanley - au détriment de LVMH. Pour illustrer cela, les juges ont estimé que l'emploi par l'analyste financier de Morgan Stanley du qualificatif *"maturité"* pour définir l'une des marques de LVMH insinuait le déclin de cette marque. Les décisions ont ainsi pu rappeler que les banques étaient soumises dans leurs conseils aux investisseurs aux principes de rigueur, d'objectivité, d'impartialité et de prudence.

Après avoir défini l'analyste financier : «*Exerce une activité d'analyse financière toute personne qui, à titre de profession habituelle, produit et diffuse des études sur les personnes morales faisant appel public à l'épargne, en vue de formuler et de diffuser une opinion sur l'évolution prévisible desdites personnes morales et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent.* », la loi du 1er août 2003 dite « Sécurité financière » leur consacre un article (Art. L. 544-2 CMF) qui vise à protéger leur indépendance en disposant que : « *Les dirigeants d'une entreprise doivent s'abstenir de toute initiative auprès des analystes financiers dont ils rémunèrent les services qui aurait pour objet ou pour effet de privilégier leurs intérêts propres, ou ceux de leurs actionnaires, au détriment d'une information sincère.* ». Ils doivent être titulaires d'une carte professionnelle (art. 2-4-7 du règlement général de l'AMF, désormais RGAMF) délivrée par leur employeur après que le responsable du contrôle des services d'investissement se soit assuré de l'honorabilité de l'analyste financier et de sa connaissance des obligations professionnelles.

Les analystes au service d'une banque multi capacitaire peuvent être en conflit d'intérêts avec l'activité de banque d'investissement, et plus généralement avec tous les départements de leur banque en relation avec les sociétés cotées. Ce cas se présente notamment lorsque le département marché primaire de la même institution monte une opération financière telle qu'une introduction en bourse ou une augmentation de capital.

L'OICV[99] a publié des principes destinés à prévenir les conflits d'intérêts pouvant entacher l'objectivité des analyses ou recommandations. Les principes édictés par le comité technique de l'OICV sont formulés sous forme d'objectifs à destination des analystes financiers et des dispositions essentielles nécessaires à leur réalisation figurent sous la forme d'interdictions. Ces dispositions prévoient :

[99] Basée à Madrid, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV, IOSCO en anglais) est une organisation internationale créée en 1983 qui regroupe les régulateurs des principales bourses dans le monde. Avec plus de 190 membres, le principal objectif de l'OICV est d'établir des standards internationaux permettant de renforcer l'efficacité et la transparence des marchés de valeurs mobilières, de protéger les investisseurs de faciliter la coopération entre les régulateurs afin de lutter contre la délinquance financière au niveau internationale. En réponse aux différents scandales qui ont secoué les marchés financiers (Enron...), cette organisation a adopté des principes directeurs sur l'indépendance et les règles de surveillance des professions de l'audit, la publication des informations et la transparence financière ; les principes relatifs aux conflits d'intérêts, notamment pour les analystes financiers et les agences de notation. Le Fonds monétaire international et la Banque mondiale utilisent l'expertise de l'OICV afin d'évaluer l'éventuelle vulnérabilité des systèmes financiers dans le cadre des *Financial Sector Assessment Programs* ou FSAP. (Source : AMF, 2006)

- l'interdiction pour un analyste de faire des transactions sur le titre d'un émetteur ou de ses instruments dérivés pour lequel il s'apprête à publier une analyse ;
- l'interdiction faite aux entreprises d'investissement qui emploient des analystes, d'une part, d'effectuer indûment des transactions avant la publication d'un rapport d'analyse concernant cet émetteur et, d'autre part, de promettre à des émetteurs des analyses favorables ou des recommandations particulières en matière de cours ou de notation en échange d'une relation d'affaires suivie d'un service ou d'un investissement ;
- l'interdiction faite aux analystes de participer aux côtés des services de la banque d'investissement, aux *road shows*[100] et à toute opération publicitaire liée à une opération spécifique ;
- l'interdiction pour un analyste de rapporter aux personnes en charge des activités de la banque d'investissement ;
- l'interdiction de lier la rémunération des analystes à des opérations financières particulières ;
- l'interdiction faite à la banque d'investissement de pré approuver les rapports d'analyses, sauf dans les cas visant à vérifier l'exactitude de certains éléments financiers ;
- l'obligation pour les analystes, ou la firme qui les emploie, de rendre public le fait que l'émetteur ou un tiers a, le cas échéant, offert une rémunération ou tout autre avantage lié à un rapport d'analyse.

Sous l'égide de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), le droit des marchés financiers français va reprendre l'essentiel de cette réglementation (issue des principes de l'OICV mais également de la directive « Abus de Marché ») qui va toucher l'organisation interne des structures[101] mais surtout la production d'analyse financière.

[100] cf. note n°30, p. 56

[101] Notons que cette immixtion du droit dans la gestion des entreprises d'investissement ne concerne pas uniquement les structures d'analyse financière mais également les sociétés de gestion de portefeuille qui doivent mettre en place procédures et moyens de contrôle interne pour s'assurer du respect des règles de bonne conduite de la société avec ses clients dans un principe général de promotion et de respect des mandants ou des porteurs des OPCVM gérés. Ex. : désignation obligatoire d'une personne chargée de la déontologie, établissement d'un règlement intérieur pour définir le régime des opérations pour compte propre... (Art. 322-21 RGAMF).

1. Les normes organisationnelles

Les structures d'analyse financière doivent se doter d'une fonction de responsable de l'analyse financière. La production et la diffusion de l'ensemble des analyses financières sont placées sous son autorité (Art. 321-123 du RGAMF). En le dotant d'une autorité hiérarchique sur l'ensemble des analystes exerçant au sein de la structure, le droit considère cet acteur comme essentiel à la surveillance et la diffusion des règles de bonne conduite au sein de l'équipe de recherche. Son accord est indispensable lors des activités *corporate* dans le cadre d'échanges d'informations sensibles entre analystes et autres collaborateurs de la structure (Art. 321-128 RGAM). Lorsque l'analyse financier a « franchi la muraille de Chine » en participant aux activité de placement, de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle ainsi que de services concernant les fusions et le rachat d'entreprises, il ne peut reprendre ses fonctions au sein de la filiale *brokerage* qu'après accord du déontologue et du responsable de l'analyse financière (même article).

De façon générale, afin de limiter les relations avec la banque d'investissement, le droit impose aux structures de se doter des procédures et des moyens nécessaires à la détection des situations éventuelles de conflits d'intérêts impliquant l'analyse financière et la gestion des franchissements de la « muraille de Chine » (Art. 321-128 RGAM), c'est-à-dire des procédures organisationnelles adéquates séparant les équipes d'opération financière de la banque d'investissement des équipes de recherche rattachées au *brokerage*. Afin d'être en conformité avec ce principe général, la plupart des structures d'analyse financière ont créé la fonction de déontologue, salarié indépendant de la hiérarchie qui va édicter une charte interne reprenant l'essentiel des recommandations des institutions de régulation et de contrôle. S'agissant des normes professionnelles, l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI) et la Fédération bancaire française (FBF) ont publié un Code de bonne conduite sur la gestion des conflits d'intérêts en matière d'analyse financière, afin de « valoriser la qualité des principes observés par les établissements bancaires et les entreprises d'investissement ». Publié en septembre 2004, il a été mis à jour en avril 2005 afin d'intégrer la nouvelle nomenclature du Règlement Général de l'AMF ainsi que les modifications terminologiques et adaptations apportées aux principes issus de la Directive Abus de Marché et de ses textes d'application. S'appuyant sur cette réglementation, le déontologue peut être sollicité par les analystes financiers dans les cas où ceux-ci se trouvent à titre personnel

(opérations sur leur compte propre) ou à titre de salarié dans des situations entraînant des conflits d'intérêts : opérations *corporate* avec la banque d'investissement ou liens en capital que son employeur détient avec l'émetteur. L'organisation de la structure pourra reposer sur des structures hiérarchiques différentes mais devra surtout mettre en place des normes de communication et également des modes de rémunération des analystes déconnectés du succès des opérations financières (opérations sur le marché primaire telles que les introductions en bourse ou les offres publiques d'acquisition).

2. *Les normes régissant la communication interne au sein de la structure où est employé l'analyste*

Des procédures sont prévues pour séparer les activités d'analyse et celles de la banque d'investissement : ces règles visent à ériger une « muraille de Chine » entre l'activité *corporate finance* et *brokerage*. Par exemple, l'échange d'informations entre analystes et salariés de la banque d'investissement ne peut être autorisé que par le responsable de la recherche. Le droit oblige ainsi les structures à établir des procédures déterminant l'ordre et les modalités de diffusion aux « départements internes » (qui ne disposent d'aucune priorité de diffusion) mais également aux clients extérieurs de la structure (Art. 321-136 RGAMF).

3. *Les normes régissant les modes de rémunération*

De façon générale, « par souci de protection de ses clients, de ses collaborateurs et de l'intégrité du marché », l'entreprise peut restreindre la faculté qu'ont les analystes financiers d'effectuer des opérations sur instruments financiers pour leur compte propre (Art. 321-37 RGAMF). L'article 321-124 RGAMF dispose par ailleurs que l'analyste ne peut percevoir de rémunération spécifique distincte pour une opération à laquelle il participe dans le cadre de l'activité de son employeur relative à la prise ferme, au placement et au conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ainsi qu'aux services concernant les fusions et le rachat d'entreprises (activités *corporate*). Les codes internes de bonne conduite peuvent ainsi délimiter les modes de rémunération des analystes financiers : interdiction de percevoir une rémunération pour une opération à laquelle il participe dans le cadre des activités sur le marché primaire du prestataire ; surveillance des opérations financières pour compte propre avec l'interdiction pour l'analyste d'émettre des ordres sur un instrument financier quand il est susceptible de

produire une analyse sur son émetteur. En tout état de cause, l'analyste est dans l'obligation de déclarer auprès du déontologue son portefeuille d'instruments financiers. L'inscription d'un instrument dans ce portefeuille conduit l'analyste à s'abstenir de diffuser une analyse à son sujet.

4. Les conséquences sur la production d'analyse financière

L'analyste financier doit élaborer sa production avec « probité, équité et impartialité » en la présentant de façon « claire et précise » et en la diffusant avec diligence, afin de conserver son actualité (Art. 321-122 RGAMF). Il doit mentionner clairement dans sa production l'identité de l'entreprise qui l'emploie (Art. 321-125 RGAMF) et préciser les éventuels conflits d'intérêt avec son employeur, comme par exemple les participations que son employeur détient dans l'entreprise suivie (Art. 321-130 RGAMF) et de façon générale « tout intérêt financier significatif » (Art. 321-129 RGAMF). Cette production, sous forme de rapports, doit être conservée pendant trois ans à la disposition de l'AMF (Art. L. 544-3 CMF). Notons que l'ensemble des obligations relatives à la production sont sous la responsabilité de la structure qui emploie l'analyste financier seule habilitée à lui délivrer une carte professionnelle, le RGAMF visant « le prestataire habilité » qui doit fournir les meilleurs efforts afin que dans le processus de production d'analyse :

- les faits mentionnés soient clairement distingués des interprétations, estimations, opinions et tous types d'informations non factuelles ;
- les sources soient fiables et clairement indiquées (notamment celles émanant de l'entreprise suivie) ;
- les projections, prévisions et objectifs de cours soient clairement indiqués comme tels et que les principales hypothèses retenues pour les établir et les utiliser soient mentionnées ;
- la méthode d'évaluation utilisée soit résumée ;
- la signification de la recommandation (acheter, vendre ou conserver) soit expliquée ;
- la fréquence des mises à jour de l'analyse, la date de la première diffusion de celle-ci ainsi que les éventuels changements de recommandation soient clairement indiqués.

La production d'analyse financière est ainsi fortement encadrée dans son écriture avec des exigences explicatives fortes qui se justifient principalement par la volonté de préciser tout ce qui limite l'indépendance des recommandations. Selon Gastaud (2006), ces exigences

sont dictées par un principe général de sincérité qui doit faire échapper le travail de recherche et d'analyse à des considérations d'intérêts particuliers qui viennent concurrencer ceux des investisseurs. L'ensemble des dispositions juridiques encadrant le travail des analystes financiers aboutit à des modifications organisationnelles des structures produisant de l'analyse financière et peut être schématisée comme suit :

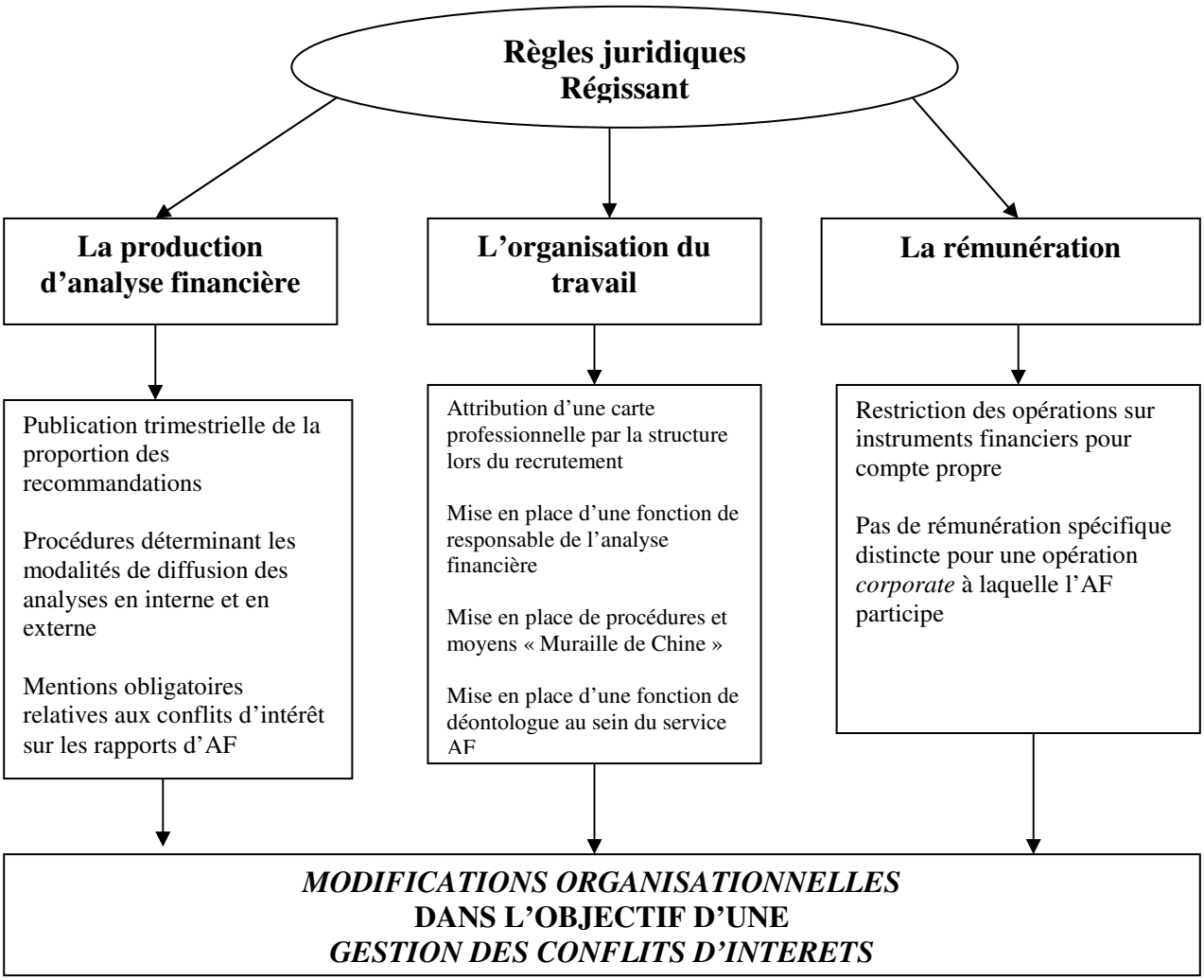


Figure 12 : règles juridiques applicables aux analystes financiers et à leur employeur et modifications organisationnelles

SYNTHESE DU CHAPITRE 2

Question au cœur du chapitre :

Dans quel modèle théorique s'inscrit le travail des analystes financiers ?

Démarche :

Etude de la littérature financière et juridique.

Résultats :

Ce chapitre a montré que le modèle néo-classique d'efficience des marchés financiers constituait non seulement le paradigme dominant de la finance de marché mais trouvait également une application dans le domaine du droit.

Enseignements :

Ce modèle légitime et structure les évolutions constatées dans le chapitre premier, principalement dans la prise en compte par les analystes financiers de la maximisation de la valeur actionnariale et par le législateur de cette même maximisation comme de la nécessité de l'indépendance de l'analyse. Dans ce modèle, les analystes financiers y sont vus comme des agents économiques rationnels qui contribuent par leur travail à assurer l'efficience des marchés.

Chapitre 3
Les approches critiques du modèle néo-classique du marché financier :
La finance comportementale et les études sociales de la finance

Après avoir analysé dans quel cadre conceptuel **le modèle néo-classique appréhendait et structurait le travail des analystes financiers**, nous poursuivons l'étude de la littérature pour nous concentrer sur les approches critiques de ce modèle. Nous appelons approches critiques l'ensemble des travaux centrés sur *le comportement des acteurs*. Cette critique prend cependant deux voies différentes.

La première que nous étudierons au cours de la *première partie* de ce chapitre, s'inscrit dans le champ de la finance de marché **(A)** et dans celui de l'école des conventions **(B)**. Elle tente de prendre en compte certains facteurs comportementaux afin de comprendre les anomalies de marché « inexplicables dans le paradigme de l'efficience des marchés » (Charreaux, 2005).

La seconde approche que nous présenterons dans la *seconde partie* de ce chapitre, introduit également une dimension critique du modèle néo-classique de rationalité des acteurs. Cependant, elle n'a pas pour objectif d'étudier le cadre global des marchés financiers et notamment les modalités de fixation des prix sur ces marchés. Elle se situe dans **une perspective sociologique** pour expliciter les pratiques sociales de certains acteurs de l'industrie financière. Dans cette perspective on s'intéresse à la construction sociale des phénomènes étudiés. D'une part, il peut s'agir ici de travaux de recherche se situant dans une approche synchronique comme les travaux d'Olivier Godechot (2001, 2006) sur la sociologie des marchés financiers qui étudient la profession de trader et les mécanismes de distribution des rémunérations variables dans l'industrie financière **(A)**. Des travaux de recherche portent également leur attention sur l'histoire de certains acteurs et structures de l'industrie financière au cours de ces trente dernières années. Certains de ces travaux portent sur l'historique des relations salariales au sein des charges d'agents de change, structures qui ont dominé de 1801 à 1988 le marché français de l'intermédiation

financière **(C)**. D'autres étudient l'émergence du métier d'analyste financier au sein des banques françaises, émergence que nous analyserons comme un processus de professionnalisation **(D)**. Cette double perspective sociologique et historique est riche d'enseignements sur l'évolution des modes de GRH des structures employant les analystes financiers et nous aidera dans la *troisième partie* de ce chapitre à délimiter les modalités actuelles de gestion de ces acteurs.

1. Les travaux centrés sur le comportement des acteurs : finance comportementale et école des conventions

Ces travaux sont issus de deux courants qui tentent d'expliquer les anomalies de marché ou les dynamiques d'opinion traduisant une vision particulière des marchés financiers centrée sur **le comportement des acteurs**. Ces comportements sont analysés et reliés à l'évolution des cours sur les marchés financiers. Ils permettent de mettre en évidence des situations d'inefficience qui s'expliquent par des comportements individuels non rationnels (Galanti, 2006). Dès lors, la critique prend deux formes : il s'agit d'une part des travaux de la finance comportementale qui constitue une branche de la finance de marché et d'autre part, de l'étude des conventions financières inspirée des travaux de Keynes (1937)[102].

A) La finance comportementale

Conjuguant théorie financière et psychologie cognitive (Orléan, 2004), ce courant analyse les comportements des analystes financiers afin d'expliquer le mécanisme d'allocation des prix sur les marchés financiers. Il tente d'expliquer comment le comportement d'acteurs à la rationalité imparfaite peut rendre compte de certaines anomalies du marché. Les biais cognitifs non-intentionnels ou irrationnels des acteurs de la finance de marché et leur influence sur les cours boursiers sont ainsi analysés.

[102] Pour Jacquillat et Solnik, *op. cit.*, les anomalies décelées par Keynes (notamment les « bulles spéculatives ») ont inspiré le développement de la finance comportementale qui ne constitue pas selon ces auteurs « un corps théorique mais plutôt un ensemble de faits stylisés illustrant l'irrationalité des investisseurs. » (p.53). Même si la proximité entre ces deux courants est indéniable (du moins dans la constatation d'anomalies de marché liées aux comportements des acteurs), nous préférons les distinguer rejoignant l'analyse de Charreaux (2005, p.223) qui considère la finance comportementale comme « une extension récente vers la finance d'entreprise visant à mieux comprendre les décisions financières ».

La théorie s'est développée dans les années 1990 (notamment : Thaller, 1993) même si d'après Aftalion (2004), dès le XIXème siècle des travaux ont tenté d'introduire une dimension psychologique dans l'étude des marchés financiers. La finance comportementale ne croit pas en un « homo economicus » minimisant ou maximisant tout en permanence et sous contraintes » (Vernimmen, 2005) et part du principe que les agents ne sont pas totalement rationnels, ce qui entraîne des situations d'inefficience sur les marchés financiers. S'appuyant sur les apports de la psychologie, ces travaux tentent de saisir certains biais psychologiques (*disposition effect*) définis comme des « écarts par rapport à une norme de rationalité » (Galanti, 2006). Une partie des travaux de la finance comportementale concerne les analystes financiers dont nous donnons ici les grands traits à partir de la synthèse particulièrement éclairante de la littérature (à partir notamment d'Hilton, 2001) produite par Galanti[103] (2006, pp.85-93). Nous retraçons ici les biais propres aux analystes financiers et identifiés comme tels pour cette catégorie d'acteurs mais évidemment la finance comportementale, s'intéressant à l'ensemble des acteurs opérant sur les marchés financiers, en identifie bien d'autres. Charreaux (2005) dans une étude de la littérature relative à ce courant[104] en recense un peu plus de quarante... Nous pouvons ainsi distinguer cinq principales sortes de biais :

- *La confiance excessive ou sur-confiance* (*overconfidence*) qui conduit l'analyste financier à privilégier de façon disproportionnée « par rapport à ce qu'exigerait la stricte rationalité » sa propre information (ou information privée) par rapport à l'information publique disponible. Ce biais psychologique, appelé « biais de confirmation » (*confirmatory bias*) engendre alors une réaction excessive des prix suite à la réaction des investisseurs ayant suivi les conseils d'analystes soumis à ce biais. Il s'explique par le fait que l'« *être humain a tendance à davantage prendre en considération les informations qui confirment ce qu'il croit, et à prendre insuffisamment en compte les informations qui contredisent ses prévisions* ». Une variante de ce biais, entraînant de la même façon de la sur-confiance, consiste pour l'analyste financier à « s'auto-attribuer les mérites d'un succès et à rejeter les causes d'un échec sur l'environnement extérieur. »

[103] Toutes les citations qui suivent sont extraites de son travail de recherche doctoral (2006).

[104] A partir de la synthèse opérée par Greenfich (2005).

- *Le biais de représentativité d'une information (representativeness)* qui conduit l'analyste financier à accorder une importance trop grande, au mépris des lois de la probabilité, à certains faits ou informations[105] et résulte par exemple de la tendance générale qu'ont certains individus à accorder une importance plus grande aux informations récentes et à oublier les informations plus anciennes (Grandin, 1997). Il s'agit plus généralement d'une extrapolation à partir de trop peu de données. Ce biais conduit alors l'analyste financier à généraliser des « événements très récents ou sur échantillon réduits ». L'auteur en donne une illustration (à partir des travaux de Barberis *et al.*, 1998) où par exemple, l'analyste financier peut être conduit à surestimer les variations de bénéfice d'une entreprise qu'il suit. Ainsi, si une firme annonce successivement plusieurs bénéfices en hausse, ce biais de représentativité peut conduire les analystes financiers à penser que les bénéfices vont probablement croître sur le long terme et ceci « sans prendre suffisamment en compte les moyennes de long terme ou les variables agrégés ». Grandin note ainsi qu' « *il est possible de considérer que les intervenants sur le marché sont des experts peu sujets à ce genre de déformations psychologiques* » (p.168) mais constate qu'il a trouvé des résultats similaires sur le marché français (1995).

- *L'illusion de contrôle* qui se définit comme « la perception erronée du contrôle que l'individu a sur le cours des choses » qui conduit l'investisseur, dans un effet d'entraînement induit par l'analyste financier, à adopter un comportement actif de rotation de son portefeuille sans incidence sur la performance de celui-ci. Ce biais est lié à une différence de genre (Barber et Odean, 2001) qui montre que « *les hommes passent en moyenne plus de temps sur l'analyse financière, croient davantage que les rendements sont hautement prévisibles, et surestiment davantage la rentabilité future de leur portefeuille.* »

- *L'identification « sentimentale » à l'entreprise* est la disposition qu'ont certains analystes à « tomber amoureux » de certaines valeurs (Clayman et Schwartz, 1994) « à force d'étudier une entreprise, de côtoyer ses dirigeants et de scruter ses résultats », ce qui les empêche d'analyser de façon objective l'entreprise qu'ils suivent.

---

[105] Ce biais est analysé par l'auteur (p.89) à partir du paradigme de Kahneman et Tversky (1973) sur « l'histoire de Linda » qui pose la question suivante : *Linda a trente et un ans. Elle est célibataire, bavarde et très intelligente. Elle a fait des études de philosophie. Pendant sa vie estudiantine, elle a été préoccupée par la discrimination et la justice sociale. Elle a aussi milité dans des mouvements antinucléaires. Qu'est-elle le plus probablement aujourd'hui : (a) une guichetière de banque ? (b) une guichetière de banque et une militante féministe ?* « A priori, la probabilité que Linda soit guichetière est nécessairement plus forte que celle que Linda soit guichetière **et** militante féministe. Pourtant, lorsque l'on donne auparavant une description de Linda comme étant jeune, célibataire et participant à des associations anti-nucléaire, les individus estiment que la seconde probabilité est plus forte, car elle paraît plus représentative de Linda. »

- *L'aversion à l'ambiguïté ou au conflit* qui conduit les analystes financiers à préférer la situation confortable où les informations sont concordantes plutôt que celle où elles sont contradictoires, de façon à ne pas modifier leur prise de décision.

Pour conclure, l'auteur relève que ces biais *non intentionnels* liés à la psychologie sont inhérents à la personnalité des individus et dès lors, il existe très peu de chances de les supprimer. L'existence (et l'élimination) de ceux-ci se distinguent donc du biais optimiste *intentionnel* lié à la structure employant les analystes financiers, que nous avons pu analyser dans le chapitre 1.

S'agissant des investisseurs, des déterminants psychologiques vont également influencer leurs comportements. Ils ont été très tôt mis en avant par Keynes (1937) dont les travaux vont inspirer l'école des conventions. En filigrane de ces travaux qui s'intéressent principalement aux investisseurs, nous retrouvons quelques informations intéressant le travail des analystes financiers.

B) L'école des conventions ou l'étude de la « finance autoréférentielle » (Orléan, 2004)

Ce courant analyse le fonctionnement du marché financier[106] et le comportement des acteurs à partir du concept de *représentation sociale* ou *convention*. Il trouve sa source dans les travaux de Moscovici (1986) qui définit les représentations sociales comme « des systèmes de préconceptions, d'images et de valeurs ». Selon Tadjeddine (2004), «*L'adhésion à ce système de croyances n'implique pas la véracité de celui-ci ; il suffit que la représentation soit connue et acceptée par un grand nombre d'individus. La convention n'est pas nécessairement objective ; il ne s'agit ni d'une loi naturelle ni d'un résultat prouvé par la science. Elle consiste seulement en une proposition quelconque à laquelle une communauté d'acteurs adhère. Elle est nécessairement contextuelle, située dans le temps et dans l'espace.* ». Pour fonctionner, ce système de comportements reposant sur des croyances n'a

[106] Notons que l'école des conventions ne s'intéresse pas uniquement aux acteurs de la finance de marché qui constitue pour ce courant un champ de recherche assez récent. Historiquement, l'école des conventions s'est fait connaître par ses recherches sur le marché du travail ou encore sur l'étude des légitimités au sein de l'entreprise (à ce sujet, voir Thévenot, 1985 pour son analyse du modèle taylorien).

pas besoin d'être prévu à l'avance, écrit ou ordonné, il suffit simplement que participants à la convention se situent à un moment donné « dans un système d'attentes réciproques sur les compétences et les comportements, conçus comme allant de soi et pour aller de soi. » (Favereau, 1989). L'école des conventions se veut ainsi une théorie explicative du fonctionnement d'un groupe d'individus aux intérêts contradictoires et ceci « *afin de comprendre comment se constitue une logique collective et quelles ressources elle doit mobiliser pour se stabiliser.* » (Orléan, 1994). Cette contradiction d'intérêts sur les marchés financiers est soulignée par Tadjeddine, *op. cit.* : « *La Bourse est un lieu de rencontre d'individus mus par des intérêts et des logiques diverses. Par exemple, l'horizon de placement est très variable : du très court terme pour les traders en compte propre, au très long terme (quelques années) pour des fonds de pension. Certains seront plus influencés par les mouvements à court terme du marché, d'autres a contrario réagiront à des données économiques.* » Il s'agit alors pour les participants à la convention de trouver une référence, un jugement commun dépassant ces enjeux contradictoires et les singularités de personnes. Sur les marchés financiers, l'adoption de cette « forme d'accord » (Boltanski et Thévenot, 1987) va s'opérer à deux niveaux.

Les conventions expliquent les comportements collectifs et les mécanismes de formation des prix : ce sont les conventions de marché. Keynes (1937) fut le premier à définir le comportement spéculatif à partir de ce concept de représentation sociale, repris ensuite par Orléan (1988, 1999). C'est ainsi que dans *la Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt, de la monnaie*, Keynes consacre un chapitre au comportement des investisseurs et désigne par le terme de *spéculation* « l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché », qui s'entend ici comme une volonté d'analyser la psychologie des investisseurs pour étudier ce qui fait véritablement agir les marchés financiers (Bayle et Schwartz, 2005). Pour Keynes, ces investisseurs ne se soucient pas vraiment d'analyser les rendements escomptés des investissements sur le futur mais plutôt la valeur sur le court terme que leur attribuera le marché « sous l'influence de la psychologie de masse ». Il est donc plus intéressant de comprendre et d'anticiper la psychologie des marchés que de chercher à évaluer correctement la valeur intrinsèque ou fondamentale d'un titre : « *les individus sont intéressés non pas à faire les prévisions à long terme des rendements supérieurs probables d'un certain investissement, mais à prévoir les changements dans la base conventionnelle d'évaluation peu de temps avant le grand public* » ; « *il n'est pas raisonnable de payer 25 pour un investissement, lorsque vous croyez que ses rendements futurs justifient une valeur de 30,*

mais que vous croyez aussi que le marché l'évaluera à 20 dans trois mois. » Pour Keynes, les acteurs sont placés dans une situation d'incertitude qui provient des réactions des autres acteurs. L'illustration la plus connue de ce contexte social est donnée par « le concours de beauté ». Pour Keynes, investir sur les marchés boursiers peut s'analyser comme la participation à un concours de beauté dans un journal dans le but de départager parmi une centaine de visages publiées, les six plus jolis. Le gagnant sera celui qui aura su déterminer le choix le plus conforme à l'opinion de la majorité des participants. Il s'agit là du concept d'autoréférentialité (Orléan, 1988). La configuration keynésienne peut être étendue aux analystes financiers qui ne chercheraient alors qu'à « découvrir l'idée que l'opinion moyenne se fera à l'avance de son propre jugement » (selon l'expression de Keynes). Dans cette optique, ils seraient alors tentés d'appliquer ces principes psychologiques plutôt que d'analyser la valeur fondamentale d'une entreprise (Bayle et Schwartz, 2005). Comme nous avons pu le constater dans le chapitre 2, cette analyse fondamentale est au cœur du modèle de l'efficience des marchés dans lequel les analystes financiers sont censés identifier pour une entreprise donnée la valeur intrinsèque vers laquelle tendrait son cours, grâce à des informations (investissement, nouveaux produits, résultats, entretiens avec le management…) qui déterminent les « qualités et les caractéristiques physiques et financières de l'entreprise aujourd'hui et dans le futur. » (Jacquillat et Solnik, 1997). Les cours boursiers reflèteraient dans ce cadre les anticipations d'analystes se basant sur une *analyse fondamentale* qui évalue les titres financiers par rapport à leur valeur intrinsèque et non pas sur une anticipation psychologique de leur évolution. Orléan (2004) qualifie cette approche de « rationalité fondamentaliste » qui a pour objectif « l'élucidation de vérités <u>objectives</u> » (souligné par nous) : « *On parle d'analyse fondamentale car au fondement de la théorie de l'efficience des marchés, on trouve l'hypothèse selon laquelle les titres possèdent une vraie valeur, objectivement définie, appelée « valeur intrinsèque » ou « valeur fondamentale ». Cette valeur intrinsèque se calcule à partir du flux des revenus auxquels le titre donne droit. Dans le cas d'une action, ces revenus sont les dividendes distribués par l'entreprise que cette action représente.* » (Orléan, 2004). Cet auteur va enrichir et actualiser la théorie keynésienne précédemment évoquée. Cadrant son analyse sur les marchés d'actions, il cherche à comprendre le rôle des marchés financiers dans le déclenchement et la propagation des crises financières et notamment l'existence de « bulles spéculatives ». Refusant le paradigme bien établi de l'objectivité de la valeur fondamentale des titres financiers, cet auteur va démontrer que les investisseurs tiennent compte de l'opinion des autres acteurs à partir du moment où celle-ci est acceptée par la majorité des autres de sorte qu'elle influence significativement les

cours boursiers : « *Ce qui importe, pour un joueur rationnel, n'est pas principalement ce que chacun, à l'intérieur de soi, pense sur la vraie valeur des titres, mais la manière dont effectivement, chacun va se positionner par rapport au marché et aux prix.* » ; « *(...) nous avons exhibé un processus de coordination des investisseurs qui ne doit rien aux estimations fondamentalistes mais se construit comme une convention.* » (pp . 261-262). Par conséquent, les intervenants sur les marchés financiers, portés par ces conventions, interviendront au regard de ces croyances, influençant de façon significative les cours boursiers dès lors qu'un nombre important d'acteurs croient à ces prédictions (« prophéties auto-réalisatrices »). Orléan (1999, 2002) analyse ainsi au cours de l'histoire boursière des conventions « qui ont structuré les marchés financiers » (Tadjeddine, 2004). Dans cette situation, « les agents s'intéressent à ce qui fonde une opinion stabilisée et cherchent les représentations collectives admises de tous », le prix des actifs se base non pas sur la valeur fondamentale de l'entreprise mais sur ce que pensent les autres investisseurs. Cette rationalité « autoréférentielle » permet d'expliquer la déconnexion existante entre la valeur objective des titres et leurs prix qui représentent l'opinion commune des investisseurs. Cette « formation autoréférentielle » du prix des actifs que décrivent Orléan et Tadjeddine est présumée être une action consciente des acteurs : « *Dans la logique autoréférentielle l'acteur a conscience de la construction intersubjective du prix. Il suit la régularité non pas parce qu'il y croit mais parce qu'elle est suivie par les autres.* » (Ibid.). Dès lors, s'établit deux types de mimétismes des investisseurs (Orléan, 2001). D'une part, le « mimétisme normatif » traduit l'acceptation par un investisseur de l'opinion majoritaire de ses pairs, il s'agit de se conformer aux normes reconnues par le groupe majoritaire. Lavigne (2004) en donne l'illustration avec les décisions d'investissement opérées dans le secteur de la « Nouvelle Economie » en 1999-2000 : « *il s'agit d'investir dans ce secteur d'activité car tout le monde y investit et ce faisant le mouvement d'achat provoque une hausse du cours des titres et conforte l'attitude mimétique des investisseurs.* ». D'autre part, le « mimétisme informationnel » est la résultante d'un processus d'imitation des autres investisseurs car on pense que ceux-ci disposent d'un avantage informationnel, ce qui entraîne l'adoption du même comportement d'investissement que celui du groupe supposé être mieux informé.

L'approche conventionnaliste de la finance de marché analyse également l'existence de « micro-conventions » qui orientent les comportements individuels. Selon Tadjeddine *op. cit*., l'existence de « micro-conventions » s'appuie sur des croyances spécifiques, des *règles locales* qui vont influencer le comportement économique des agents. Il ne s'agit pas de

convention globale mais de représentations partagées. Pour les analystes financiers, ces représentations auront trait à un secteur, une firme, ou encore un paramètre d'évaluation. Par exemple, Tadjeddine (2000[107], 2004) note que pendant l'euphorie boursière sur les valeurs Internet, tous les analystes financiers ont concentré leur travail d'évaluation fondamentale des entreprises sur un critère principal, sinon unique : celui du chiffre d'affaires. Celui-ci s'est, à son tour, imposé comme convention aux clients gérants de ces analystes. Il en va de même pour l'analyse de l'ensemble des modèles de croissance des entreprises de la « nouvelle économie » que les analystes financiers ont imposé à la communauté financière, comme l'illustre cet extrait d'un hebdomadaire financier de janvier 2000 (cité par Cori, 2005 p. 28) : « *Les professionnels de la finance le reconnaissent : on ne peut pas estimer une valeur liée à la nouvelle économie (télécoms, Internet, transmission de données, commerce électronique) selon les critères traditionnels. Avant, on regardait surtout les ratios liés à la capacité d'une société à dégager des bénéfices. Ces derniers ne sont plus aujourd'hui le principal élément d'évaluation », reconnaissent les analystes financiers.* » Ainsi, les analystes financiers cherchent à convaincre leurs clients investisseurs de la pertinence de leurs critères d'évaluation et l'imposent à l'ensemble de la communauté financière. Ces critères deviennent alors l'opinion commune partagée par tous (Galanti, 2006). La théorie conventionnaliste rejette le principe d'une préexistence de la valeur fondamentale des titres telle que décrite par la théorie financière classique puisque cette valeur fondamentale est la conséquence d'un phénomène d' « intersubjectivité des agents » dans lequel le prix des actifs va donc résulter d'une convention commune. Pour cerner ce phénomène issu de logiques autoréférentielles et de micro-conventions, la méthodologie utilisée par ce courant prend trois voies : l'économétrie sur données individuelles, l'enquête par questionnaire et l'entretien. S'agissant de cette dernière méthode, très peu usitée en économie, ce courant la justifie comme « *la volonté de mieux appréhender les mobiles de l'action de l'acteur économique par l'observation de son comportement effectif, de son environnement de travail ou encore des objets qu'ils utilisent.* » (Eymard-Duvernay et Marchal, 1997, cités par Tadjeddine, 2004).

D'autres champs de recherche issus de la socio-économie s'intéressent également aux comportements des acteurs de la finance de marché mais contrairement au courant de la finance comportementale d'inspiration keynésienne, ces travaux n'ont pas pour objectif de comprendre la formation des prix sur les marchés financiers (et ses éventuelles anomalies) mais d'étudier comment s'opère dans le temps la construction d'un « espace social » de la

[107] Issu de son travail de recherche doctoral sous la direction d'André Orléan.

finance de marché. Constitué d'approches sociologiques se situant dans une perspective historique, ce courant va nous permettre de dégager une convergence vers un modèle anglo-saxon de **gestion stratégique des ressources humaines** qui va déterminer les modes de GRH des acteurs français de la finance de marché en général, et des analystes financiers en particulier.

2. L' « espace social » de la finance de marché

Ce courant se propose d'étudier le travail des acteurs afin de mieux comprendre l' « espace social » de la finance de marché. Voulant dépasser les barrières académiques distinguant sociologie, droit et économie, ce courant se veut une analyse des pratiques sociales, des acteurs et des institutions de la finance mais reste centré en très grande partie sur des analyses sociologiques : « *Sans s'adonner au culte de l'empirisme aveugle, il s'agit de porter attention aux petites choses qui donnent à l'économie, donc à la finance, une consistance et un réalisme qui échappent aux discours distants*. » (Godechot *et al.*, 2000). Cette volonté de « consistance » dans l'analyse socio-économique de la finance de marché (définie comme un « espace social ») se traduit par l'analyse des « objets ». L'objet a ici deux acceptions. Il peut être défini (au sens sociologique du terme) comme le domaine sur lequel portent les études ou signifier que l'acteur est entouré d'objets (au sens matériel du terme) qui façonnent ses comportements au travail : des formalismes mathématiques, des systèmes informatiques, des formes de normativité, des codes sociaux et des langages utilisés par les salariés des entreprises du monde de la finance. Les auteurs de ce courant analysent par exemple comment l'utilisation de nouveaux outils, comme l'informatique, modifie les relations de travail qu'entretiennent les acteurs de la finance de marché. Pour Brière (2005), l'utilisation des outils économétriques contribue à la compréhension de la logique sociale de l'information dans les marchés financiers. Muniesa (2000) étudie les enjeux de l'automatisation de la cotation et analyse comment la configuration algorithmique contribue à une représentation collective de la valeur. Pour Godechot (2000), l'utilisation de l'outil informatique par les professionnels de la finance conduit à modifier leur mode de sociabilité, le rendant plus ténu et abstrait. Ce dernier axe de recherche est à rapprocher des travaux plus anciens sur l'informatisation des métiers bancaires (notamment : Le Gall, 1978 ou Verdier, 1980) qui ont analysé ce phénomène comme une accentuation de la division du travail et de la taylorisation des métiers du secteur tertiaire.

Les travaux sociologiques apportant de nombreuses informations sur les modes de GRH au sein de l'industrie financière (principalement la rémunération) nous proviennent d'Olivier Godechot **(A)**. Ce chercheur contribuera en outre dans une perspective historico-sociologique à décrypter l'évolution des relations sociales au sein des charges d'agents de change **(B)**. Enfin, nous porterons une attention particulière aux travaux sur l'historique du métier d'analyste financier de Kirchhof-Masseron **(C)**.

A) La finance de marché, lieu de socialisation et d'appropriation du profit

C'est d'Olivier Godechot que proviennent les développements les plus poussés de la sociologie des marchés financiers à travers l'étude de la profession de traders et plus globalement du mécanisme de distribution de la rémunération variable (bonus) dans l'industrie financière. Godechot (2001, 2006), dans une étude sociologique des traders, tente de démontrer que l'ensemble des activités de ces salariés (et des opérateurs de salles de marché travaillant avec eux) s'oriente vers la « production intensive du profit ». Cette recherche du profit est au cœur l'analyse proposée par cet auteur de la « communauté de marché » et s'appuie sur des concepts marxistes, notamment en ce qui concerne les transformations du capitalisme financier : « *Le domaine de validité de la proposition de Marx est sans doute des plus étendus en ce qui concerne les transformations financières.* » (Godechot, 2001, p. 41).

Selon lui, l'appropriation du profit (à travers l'étude des bonus versés dans l'industrie financière) est l'objet d'un rapport de force né d'une division du travail et d'un rapport salarial. Le contexte organisationnel est celui des salles de marché caractérisé par deux phénomènes : un marché du travail faiblement régulé et très actif ainsi qu'une culture du bonus bien établie. S'agissant du marché du travail, l'auteur note qu'il n'existe pas de « régulation anticoncurrentielle » (clauses de non-concurrence insérées dans les contrats de travail, accords entre employeurs) entre les différentes structures exerçant sur ces marchés. Pour Godechot (2006), le contexte de l'industrie financière a pour conséquence l'existence d'une main d'œuvre très spécialisée, très mobile, notamment au niveau international ; cette mobilité étant la conséquence des surenchères salariales entre structures pour s'attirer les meilleurs éléments. Pour cela, les structures vont jouer sur les modes de rémunération variables qui vont prendre une part croissante au cours des années 1980 et 1990. A l'imitation des structures anglo-saxonnes, les salles de marché françaises vont peu à peu abandonner les

modes de rémunération basées sur les commissions et les formules individuelles pour introduire une véritable « culture du bonus » qui va expliquer l'émergence en France de rémunérations très élevées dans la finance de marché. Dans la structure étudiée par l'auteur (la salle de marché d'une grande banque française), les dix plus fortes rémunérations des salariés (traders, ingénieurs financiers, responsable back-office...) vont être multipliées par près de cent en l'espace de vingt ans (1980-2000) passant, en euros constants, de 100.000 € à un peu moins de 10.000.000 €. Si les salaires fixes ont progressé de façon limitée, la partie variable de la rémunération accordée en fonction des résultats collectifs mais surtout individuels a augmenté de façon spectaculaire à partir de la fin des années 1980 : « *Les salaires du personnel des salles de marchés ne seraient pas si extraordinaires s'ils n'étaient pas accompagnés de primes substantielles* ». Ces primes peuvent représenter entre trois mois de salaire et quatre ans. Voyons comment s'opère cette répartition des primes. En début d'année, le chef de la salle de marchés va négocier un objectif de profit avec la direction générale de la banque. Il s'arrange pour que cet objectif ne soit pas très élevé car « *l'enveloppe totale de bonus allouée par la direction dépendra du dépassement de cet objectif à la fin de l'année* ». Ensuite, les responsables de *desk* (équipe de personnes qui s'occupent d'une activité de marché déterminée, comme par exemple la vente d'options sur les marchés asiatiques, les activités de dérivés de taux ou d'actions...) négocient avec le chef de salle leurs propres objectifs de profit en tenant compte des spécificités des marchés qu'ils gèrent (par exemple, l'auteur note qu'il est plus facile de « gagner » sur les marchés asiatiques que sur le marché de Chicago, fortement concurrentiel). Au niveau du desk, le chef va répartir ces objectifs au sein de son équipe et entame une négociation de ceux-ci avec chaque salarié. Là aussi, chaque salarié a intérêt à ne pas se voir fixer des objectifs trop hauts afin d'être sûr de pouvoir les dépasser... Ces objectifs peuvent être visualisés chaque soir par chaque salarié avec la valorisation de son portefeuille actualisé : « [l'opérateur] *suit ainsi l'évolution de son profit (ou de ses pertes), la réalisation ou le dépassement de son objectif. En fin d'année, l'opérateur sait ainsi de combien, il n'a ou n'a pas dépassé son objectif* ». Au final, en fonction des résultats des différents *desks* et de chaque salarié (exemple : tel trader a dépassé son objectif de x millions d'euros sur les obligations européennes), le responsable de desk va ventiler son enveloppe de bonus annuel en fonction des résultats de ses subordonnés. Dans cette procédure, les managers des ressources humaines sont décrits comme dépassés par ces enjeux, « animateurs de procédure sans pouvoir », chargés uniquement de calibrer l'enveloppe de bonus.

Quels sont justement ces enjeux ? Pour l'auteur, cette procédure discrétionnaire est l'objet d'un *« rapport de force »* entre salariés disposant *« des actifs les plus importants et les plus détachables »* et les responsables hiérarchiques (chefs de salle et de desks). Ces salariés fortement qualifiés vont réclamer la plus grosse part du bonus ou menacer de quitter l'entreprise en emportant avec eux « savoirs, clients, logiciels, équipes » ce que l'auteur qualifie de « redéploiement de leurs actifs ». L'auteur décrit ainsi un mécanisme de « mercenariat » ou « hold-up » de la part des salariés les plus fortement qualifiés. L'auteur en donne l'illustration avec l'exemple d'un chef de salle et de son adjoint de la Société Générale qui, en 1999, menacent de démissionner sous quarante huit heures à moins que leurs contrats ne soient alignés, en termes de bonus, sur ceux que leur avait proposés la Deutsche Bank à Londres. Face à ces stratégies, la politique ressources humaines de cette entreprise dans le domaine du recrutement vise à contrecarrer ces mécanismes d'appropriation du profit en évitant d'embaucher des seniors susceptibles de percevoir le bonus et de changer d'entreprise. D'autre part, cette politique cherche à empêcher les turn-over trop importants dans ce type d'activités (« *objets d'enchères inflationnistes semblables à celles qui se pratiquent dans le milieu du football* ») entraînant par conséquence des coûts de recrutement relativement élevés.

En outre, dans une perspective sociologique, ces pratiques de bonus sont pour cet auteur un enjeu de différenciation et de hiérarchisation fortes. La recherche sur cette différenciation entre acteurs prend appui sur les travaux de Pierre Bourdieu et permet de distinguer les dominants (les salariés qui cumulent au sein de l'entreprise positions de pouvoirs, gros revenus et ancienneté , ceux qui maîtrisent les nouvelles connaissances théoriques, les « mercenaires » capables de s'approprier le bonus et de quitter l'entreprise) des dominés (les salariés ayant une connaissance pratique du marché issue de leur expérience et de leur culture, ceux qui ne peuvent s'approprier le bonus). Les dominants sont « accumulateurs-transmetteurs de ressources » (savoirs, clients, logiciels, équipes) et la détention de ces ressources leur permet d'être dans une position de force lors des négociations d'attribution de bonus. L'étude des phénomènes de domination va passer par l'observation des « affinités électives », mais aussi des mécanismes de conflits et de concurrence au sein des relations de travail avec pour enjeu l'appropriation du profit : « *L'orientation de l'ensemble des activités vers la production intensive de profit (…) et ses conséquences en termes d'organisation du travail, de politique de recrutement et de placement, d'incitation financière au profit financier ont une incidence sur les relations sociales qui se nouent et se dénouent chaque jour dans la salle de marché.* » (p. 168).

Il s'agit alors de décrypter les mécanismes de sociabilité entre les acteurs de la salle de marché à travers l'étude de l'aménagement des locaux, des rendez-vous professionnels (*morning meetings*[108]) ou encore des lieux de restauration. Godechot décrit donc des acteurs ayant des appartenances et des apprentissages différenciés, qui s'orientent dans leur univers de travail en fonction des processus de socialisation qu'ils ont vécu au sein de leur famille, à l'école ou dans leur milieu professionnel : « *Thierry, trader, issu d'une famille ouvrière de neuf enfants, le bac en poche, entre dans la banque par hasard.* » ; « *Les commis étaient issus des classes populaires ou de la petite bourgeoisie, en même temps qu'ils connaissaient une très forte mobilité économique…* ». Ainsi, les formes de raisonnement des traders sont rattachées à des « propriétés sociales », à des formes de capital scolaire. Placés dans des situations professionnelles concrètes que l'auteur s'attache à décrire minutieusement, les acteurs mettent en œuvre deux types de stratégie. D'une part, leur objectif est d'obtenir une part plus grande du profit, ce que l'auteur appelle une stratégie de « valorisation financière ». D'autre part, ils visent une « valorisation symbolique » par des stratégies de distinction chacun construisant « une identité professionnelle et sociale aux yeux de soi, des pairs et des responsables de la banque ».

A partir des années 1980, les traders au sein des banques françaises se sont imposés comme des professionnels « légitimes » du marché parisien grâce à l'obtention d'une gestion particulière du travail tournée à leur avantage et qui se traduit par des modes de rémunérations très favorables. Ces mécanismes que l'auteur appelle « rapport salarial » constituent bien selon nous des modes de gestion du travail car les différents processus (recrutement par cooptation, calcul et négociation de l'enveloppe de rémunération périphérique etc.) constituent bien « la gestion hiérarchique d'une relation salariée stable » (Brabet, 2002). Sous l'impulsion des banques, ce modèle particulier de gestion fondé sur la prédominance des rémunérations variables liées à l'individualisation de la performance et un marché du travail très concurrentiel va s'imposer aux analystes financiers. Cette mutation est étudiée dans la lignée des travaux de Godechot dans une double perspective historique et sociologique.

[108] Réunions matinales quotidiennes des salariés de l'entreprise d'investissement qui sont l'occasion pour les analystes financiers de présenter leurs idées d'achat ou de vente aux vendeurs.

B) Les études historico-sociologiques ou la description d'un modèle de gestion du travail corporatiste

Une attention particulière doit être apportée aux travaux d'un sociologue, Paul Lagneau-Ymonet (2004), qui, en collaboration avec Olivier Godechot (2007), étudie sur la période 1970-2000 les rapports salariaux au sein des sociétés de bourse parisiennes, anciennes charges d'agents de change, qui sont les ancêtres des firmes de *brokerage* actuelles. Ces travaux apportent un éclairage intéressant sur la construction au cours des trente dernières années des modes de rémunération au sein des sociétés de bourse. Nous avons pu analyser, dans nos développements juridiques, comment ces sociétés de bourse avaient été créées par le législateur en 1988 dans l'optique d'une plus grande concurrence entre structures d'intermédiation financière afin de dynamiser le flux des transactions sur la place parisienne. Ces sociétés sont nées de la disparition des anciennes charges d'agents de change qui fonctionnaient sur un modèle corporatiste. En effet, ces agents de change, chargés des opérations de transaction sur les marchés financiers, étaient, à l'instar des notaires ou des huissiers de justice, titulaires de leurs charges et seuls habilités à négocier les valeurs mobilières. Depuis 1801, ces agents étaient des officiers ministériels nommés par le Ministre de l'Economie et des Finances, soumis à un numerus clausus et responsables sur leurs biens propres. Ils percevaient sur chaque transaction un droit de courtage payé par l'acheteur et le vendeur calculé selon des normes fixées par arrêté ministériel. Dès la fin du XIXème siècle, la compagnie des agents de change, organisme fédérateur des différentes charges, introduit un mode de gestion du travail que l'on peut qualifier de paternaliste. En effet, le fonctionnement des sociétés de bourse décrite par les auteurs véhicule une forme patriarcale de fonctionnement des organisations (De Bry, 2003 ; Galindo, 2005). Elle traduit une acception particulière de la gestion du travail. Au niveau matériel, elle renvoie à une prise en charge globale des salariés. C'est ainsi que la chambre syndicale des agents de change régit les œuvres sociales (bienfaisance, caisses de retraite, activités socioculturelles et sportives etc.) des salariés et de leur famille. La prise en charge matérielle des salariés constitue un des moyens pour les agents de change de construire une relation de longue durée avec leurs salariés. Cette assistance globale s'accompagne d'une régulation stricte de la mobilité interne des employés de charges. Dès 1880, la réglementation de la chambre syndicale interdit aux agents de change de faire des propositions d'embauche aux salariés d'autres charges sans en avoir averti au préalable leur employeur. En outre, est établie une protection contre le

licenciement par le biais d'un reclassement obligatoire des salariés dans les services de la chambre syndicale. Dès lors, la carrière des salariés s'effectue le plus souvent, durant toute leur vie professionnelle au sein de la structure qui les emploie si bien que l'on parle de « carrière maison ». Enfin, certaines charges décident à la fin des années 1960 d'ouvrir leur capital aux salariés en concevant cette politique comme un moyen de motivation et de fidélisation (Aït-Kacimi, 2004). Protégés de la concurrence par un monopole d'Etat qui détermine leurs revenus par des commissions fixes et disciplinés au sein de la corporation, les agents de change profitent d'une assise financière prévisible et stable qui leur permet d'élaborer un « compromis social corporatif » (Lagneau-Ymonet et Godechot, *op cit*). Cependant, au cours des années 1970, une conjoncture boursière défavorable entraîne un affaiblissement de la rentabilité des charges qui commencent à connaître des conflits sociaux. Profitant d'un mécontentement des employés administratifs contre l'opacité dans l'attribution des bonus et les écarts vertigineux des rémunérations variables[109], les syndicats lancent en 1974 et 1979 des mouvements de grève durs (trois à cinq semaines d'arrêt de travail) qui se traduisent par des *lock-out* des charges et l'occupation du Palais Brongniart . Les employeurs vont alors actualiser la convention collective dans un sens favorable aux salariés afin d' « acheter la paix sociale ». Il s'agira par exemple de délimiter précisément la partie fixe des rémunérations[110] ou de réglementer les périphériques de rémunération comme l'intéressement des salariés aux résultats de la charge : totalement discrétionnaires avant 1974, ces périphériques sont dorénavant fortement encadrés par la convention collective.

En définitive, avant leur transformation en sociétés de bourse et leur rachat par les banques à la fin des années 1980, **les structures d'agents de change se stabilisent dans un modèle de gestion du travail que nous qualifions de corporatiste** caractérisé par un encadrement des rémunérations, une sécurité de l'emploi et des parcours professionnels.

Après la seconde guerre mondiale, on note la présence de quelques analystes financiers au sein de ces charges mais **c'est véritablement dans le cadre des métiers bancaires que va s'opérer la professionnalisation des analystes financiers**. Nous analysons ce processus à partir de travaux historiques récents.

[109] Les auteurs notent qu'un fondé de pouvoir pouvait recevoir jusqu'à 92 mois de salaire, contre 6 pour un administratif.
[110] Limitée à 14,5 mensualités

C) L'historique du métier d'analyste financier

Kirchhof-Masseron (2007), dans le cadre d'un travail doctoral en histoire économique, mène actuellement des recherches sur l'histoire du métier d'analyste financier à partir du dépouillement d'archives de banques françaises et d'organisations professionnelles ainsi que d'entretiens avec des analystes français qui ont commencé leur carrière à la fin des années 1950. S'agissant de ces structures bancaires, certaines ont disparu du marché français ou ont fusionné avec d'autres banques : Banque de Paris et des Pays-Bas, Banque Mobilière Privée, Banque de l'Union Parisienne. D'autres (Crédit du Nord, Société Générale ou Crédit Lyonnais par exemple) existent encore actuellement mais ont vu leur statut juridique (banque publique/banque privée) évoluer au cours des années, ce qui ne manquera pas, comme nous le verrons, d'influencer leurs modes de gestion.

Nous analysons le travail de cet auteur comme la description d'une construction par les acteurs d'un processus dynamique de « professionnalisation » (voir : Bourdoncle, 2000 ; Dubar et Tripier, 2003) du métier d'analyste financier. La professionnalisation est « un construit social issu d'un long processus, fait de ruptures et de continuités » (Vezinat, 2007). Elle implique le groupe, les individus et les savoirs. L'analyse du processus de professionnalisation exige la réponse aux questions fondamentales posées par Hughes (1958) : dans quelles circonstances et quelles sont les étapes par lesquelles les membres d'un métier essaient-ils de transformer celui-ci en profession ?

La première étape correspond à l'identification du besoin d'une personne pour effectuer une tâche précise. C'est la volonté des fondateurs de la SFAF (Société Française des Analystes Financiers) créée en 1961 d'identifier « un métier qui ne se confond pas avec l'activité d'un économiste, celle d'un boursier ou encore d'un comptable ». Kirchhof-Masseron estime que le métier d'analyste financier est né au sein de cette association professionnelle française soucieuse de « définir les cadres de cette profession émergente » car au sein des banques, le métier d'analyste financier reste encore obscur et mystérieux. L'auteur note par exemple qu'en 1958, un rapport au conseil d'administration du Crédit Lyonnais parle de « spécialistes » qui conseillent un certain nombre de clients pour la gestion de leur portefeuille. (« *Les analystes, en amont de ces informations, ne sont pas encore vraiment*

reconnus, même si les informations émanent d'eux »). L'analyste financier est souvent confondu avec l'analyste crédit ou l'on ignore carrément son existence[111]. Cela s'explique par les liens de l'analyste financier avec la Bourse « dont le fonctionnement reste encore peu connu et secondaire ». Le métier a gagné en visibilité « lorsque les banques ont senti le besoin de disposer de services d'études capables de les orienter dans leurs placements boursiers », ce qui renvoie à la seconde étape.

La deuxième étape renvoie à la reconnaissance de l'ampleur et de la difficulté d'une tâche qui justifie et nécessite une personne spécialisée à plein temps. Jusqu'au milieu des années 1970 et au second choc pétrolier de 1979, Kirchhof-Masseron note que les compétences des analystes financiers ne sont pas particulièrement mises en avant ni même très considérées dans les banques : *« Les analystes financiers sont moins bien considérés que les commerciaux ou ceux qui gèrent les crédits,* ce qui s'explique par le fait que *« le conseil en crédit était prioritaire sur l'activité boursière »*. La plupart des structures confient aux analystes des études aussi bien sur les sociétés cotées que sur les sociétés non cotées, contribuant à entretenir la confusion entre ces deux activités. L'essor du marché boursier à la fin des années 1970 va contribuer à rendre les analystes plus visibles. Cet essor est facilité par la modification du cadre législatif, fruit de la volonté des autorités de favoriser le financement désintermédié, de construire et dynamiser le marché financier français (création des SICAV et FCP, information obligatoire des sociétés cotées, création de la Commission des Opérations de Bourse, de nouveaux marchés..). L'augmentation du volume de transactions sur la place financière parisienne est ainsi perceptible au début des années 1980 et cette « *multiplication des besoins d'investissement*[112] *et la diversité des investisseurs, individuels ou collectifs, font que le recours à des spécialistes devient de plus en plus impérieux.* ». C'est alors que les analystes financiers se structurent au sein d'un service spécialisé qui voit progressivement sa taille augmenter au fil des ans.

[111] A cet égard, il est amusant de noter que l'auteur fait mention d'une lettre de 1962 de la Direction générale des titres de la Banque de France demandant ... la définition même du métier d'analyste financier.

[112] Cette multiplication des besoins d'investissement des entreprises à cette période est la résultante des politiques de nationalisation des grandes banques françaises opérées en 1981-1982. Ce phénomène a poussé les entreprises à se détourner de leurs interlocuteurs traditionnels en matière de financement pour se tourner vers les marchés financiers. Ce qui fait dire à Bernard Oddo (fondateur de la société de bourse Oddo) : « C'est curieusement François Mitterrand qui, sans le vouloir, a offert aux agents de change leurs meilleurs années. » (cité par Aït-Kacimi, 2004).

Dans les banques, les analystes financiers contrairement aux gérants[113], furent longtemps éparpillés entre différents services. L'auteur note ainsi : « *Dans le livre du personnel de la Société Générale en 1978, un service d'analyse financière est mentionné pour la première fois. Rattaché à la Direction financière et au département des titres de la Bourse, il comporte un chef de division des valeurs françaises avec dix attachés dont deux femmes ; et quatre attachés aux valeurs étrangères et une femme sous-chef de service.* ». Dans cette même structure, c'est à la fin des années 1980 que s'opère la division entre le *sell-side* et le *buy-side* et c'est en 1992 que la division sectorielle est instaurée pour les analystes sell-side. Au Crédit Lyonnais, c'est en 1989 qu'est créé un « service d'équipes sectorielles ».

La troisième étape est celle de la reconnaissance de la technicité avec pour corollaire la maîtrise de compétences nécessaires à la tenue de l'emploi. Cette reconnaissance formalisée d'une technicité contribue selon Carr-Sauners et Wilson (1933) à la définition même d'une profession : « Les professions impliquent une technique intellectuelle spécialisée, acquise au moyen d'une formation prolongée et formalisée. » (p. 284, traduit et cité par Dubar et Tripier, *op. cit.*) La volonté de maîtriser des compétences qu'on estime propres au métier d'analyste va naître au sein d'un groupe de jeunes analystes financiers à la fin des années 1950 (cercle Pasquier) et aboutir à la création de la SFAF qui aura pour objectif, dès sa création, de former aux techniques de l'analyse financière : « *Les premières personnes chargées de l'analyse financière ne disposent au départ que d'informations économiques et financières éparses. Aucune méthode d'analyse n'existe.*» A partir des années 1960, les techniques d'analyse financière en Europe se développent rapidement mais façon hétérogène: « *L'apparition de techniques nouvelles se fait en Europe dans des marchés qui se caractérisent par une très grande spécificité, certains orientés vers les valeurs à revenus fixes, alors que d'autres, et notamment le marché de Londres, occupent une position très importante sur le marché des actions.* ». Dès lors, la SFAF en collaboration avec d'autres associations professionnelles européennes se donne pour objectif principal d'améliorer la compétence technique de ses membres. La tenue de congrès, les réunions informelles entre analystes ainsi que la création de commissions en charge de techniques d'analyse (comme la « commission des méthodes comptables » rendue nécessaire par la complexification

[113] Pour le Crédit Lyonnais par exemple, l'auteur note que dès 1952 est créé un département de Documentation et de Gestion de Valeurs Mobilières (SDGM) rattaché à la Direction des Affaires Financières. Regroupant l'ensemble des gérants de la banque, ce service se développe assez rapidement et effectue la gestion de gros portefeuilles appartenant aux clients fortunés des agences parisiennes de la banque. Devant ce succès, il est directement rattaché en 1962 à la Direction Générale.

croissante de la comptabilité ou encore la « commission informatique et analyse financière ») vont s'inscrire dans un processus d'harmonisation des techniques utilisées par la profession. L'activité de la SFAF et l'augmentation du nombre de ses adhérents contribue à faire connaître la profession paradoxalement au sein même des banques qui emploient les analystes. Celles-ci vont alors confier à la SFAF la formation de leurs analystes financiers, alors que les autres salariés sont intégrés dans des structures de formation gérées par les banques. Les actions de formation sanctionnées par un diplôme professionnel ont lieu dans un centre de formation à l'analyse financière créé en 1969 avec des cours du soir donnés par des analystes financiers seniors et consacrés aux méthodes de l'analyse financière (comptabilité, analyse économique, interprétations boursières...).

Le fait pour les banques de confier à la SFAF la formation de leurs analystes alors que les autres salariés dépendent exclusivement des formations « maison » est révélateur d'une tendance, continue au cours du temps, consistant au sein des banques françaises à une autonomie de plus en grande en matière de gestion des salariés de leur activité « marchés financiers ». Cette tendance s'accentue à la faveur de la libéralisation financière des années 1980, où les banques investissant massivement sur les activités de marché découvrent « des pratiques salariales très différentes de celles de la banque traditionnelle. » (Cossalter, 2007). Ces pratiques issues des modes de gestion des banques anglo-saxonnes vont alors être adoptées par les banques françaises.

3. La convergence vers un modèle anglo-saxon de gestion du travail

Les différentes approches historiques et sociologiques notent toutes une convergence des pratiques RH des banques françaises vers un modèle que l'on peut qualifier d'anglo-saxon. L'arrivée des structures de *brokerage* américaines (*brokers-dealers*) filiales de banques universelles ou multi-capacitaires (*integrate banks*) à Londres au cours des années 1980 et sur le marché français dans la seconde moitié des années 1990 entraîne **un effet d'imitation par les banques françaises de leurs modes de gestion**. Ces modes de gestion prennent la forme de politiques particulières de rémunération. Ce modèle se met en place dans le contexte d'une augmentation très sensible des rémunérations des différents salariés de l'industrie financière en général et des analystes financiers en particulier.

A) Des politiques de rémunération incitatives qui s'expliquent par un marché du travail fortement concurrentiel et dynamique

A l'imitation des surenchères salariales des salariés de salles de marché décrites par Godechot (2001, 2006), **l'arrivée des *brokers-dealers* américains sur le marché français de l'intermédiation financière va entraîner une croissance vertigineuse des rémunérations des analystes financiers**. Comme nous l'avons précédemment analysé, ce modèle particulier de gestion de l'emploi fondé sur la prédominance des rémunérations variables existait déjà dans les structures d'agents de change au début de la décennie 1970 mais avait du être abandonné face aux contestations syndicales de 1974 et 1979 (Lagneau-Ymonet, et Godechot, 2007, *op. cit.*). Quasiment absents des charges d'agents de change et concentrés en grande majorité dans les structures bancaires françaises durant les décennies 1970 et 1980, les analystes français voient durant cette période leurs rémunérations encadrées par les conventions collectives des banques. A la faveur de la transformation des charges d'agents de change en sociétés de bourse et de leur rachat par les banques françaises à la fin de la décennie 1980, les analystes français vont voir leur rémunération fortement augmenter, résultat de l'exacerbation de la concurrence entre structures pour attirer ou fidéliser les meilleurs éléments. Kirchhof-Masseron, *op. cit.* offre dans son travail de recherche de nombreux témoignages en ce sens, notamment celui d'un analyste financier de la Société Générale qui a commencé sa carrière au début des années 1960. Il voit son salaire augmenter régulièrement par le biais de l'ancienneté ou des négociations sociales collectives, notamment après les accords de Grenelle (1968). En 1987, il gagne 500.000 francs. En 1988, la filiale londonienne de Morgan Stanley, l'une des plus grandes banques d'affaires américaines lui propose un million de francs. La Société Générale lui conçoit alors une augmentation de 50 %, sans grand effet, puisque cet analyste décide finalement de rejoindre à la fin de l'année le *broker-dealer* à Londres. Au Crédit Lyonnais, à la même période, le responsable de l'analyse financière voit partir trois de ses meilleurs éléments. Dès lors, la partie des activités bancaires ayant trait aux marchés financiers va progressivement au cours des années 1980 prendre son autonomie par rapport aux pratiques RH de l'activité « traditionnelle », à savoir la banque de détail. Cette dernière se caractérise par un marché du travail fermé, des mécanismes de promotion interne combinant l'ancienneté et la réussite aux examens bancaires, une classification stricte des emplois mais surtout des rémunérations définies par l'intermédiaire

de grilles[114]. **Une gestion que l'on pourrait qualifier de collective et négociée** car reposant sur des processus négociés avec les syndicats de classification des emplois, de la rémunération et des promotions. Ces modes de gestion ayant pour objectif la recherche d'une « stabilisation des salariés » afin d'établir la sécurité des transactions et la confiance dans l'établissement bancaire (Cossalter, 2007). Un modèle que l'on a longtemps comparé à celui de la fonction publique en termes de gestion des carrières car introduisant en quelque sorte « l'emploi à vie de fait si ce n'est en droit » (idem).

Dans les années 1950, les « analystes financiers » des banques françaises s'inscrivent dans ce cadre. Assimilés aux cadres (ce n'est que vers 1987 que l'intitulé « analyste financier » figurera sur les bulletins de paie), les analystes financiers des banques françaises voient leurs grilles de rémunération négociées avec les syndicats. Il est intéressant de mentionner un événement révélateur du fonctionnement de ce système (Kirchhof-Masseron, *op. cit.*). Par peur des réactions syndicales, l'introduction timide pour les analystes financiers de la Société Générale en 1976 d'une partie variable de la rémunération appelée « indice de performance » va se faire en catimini en payant ces primes en grosse partie par des SICAV ; ce montage permettant d'échapper au contrôle des institutions représentatives du personnel, par le biais du bilan social notamment. Mais le véritable tournant dans les politiques de rémunération des analystes financiers se produira véritablement en 1982 avec la nationalisation des grandes banques de dépôt françaises. La crainte d'une fuite des analystes financiers vers les banques restées privées, comme le CIC ou la banque Lazard entraînera des revalorisations salariales dans les banques publiques. L'augmentation des rémunérations va donc commencer à partir de 1983 et au cours des années 1980, la concurrence entre structures concernera tout d'abord banques publiques et banques privées. Ce phénomène s'exacerbe avec le « big-bang » de 1988 qui voit l'ouverture à la concurrence des charges d'agents de change et leur transformation en sociétés de bourse[115] : « *Les sociétés de bourses et les banques anglo-saxonnes débauchent des analystes* [des banques françaises] *entre 40 et 50% d'un seul coup. S'ensuit alors un début de « starification » qui ne cesse d'augmenter et relève les barèmes des salaires.* » (Kirchhof-Masseron *op cit*). A la fin des années 1980, les banques

[114] Par exemple, la convention collective de la banque de détail identifie des « métiers-repères ». A un même métier correspond un éventail possible de niveaux dans une grille de classification qui peut aller de cinq niveaux pour un chargé de clientèle entreprises (F à J), à 7 niveaux pour un technicien administratif des opérations bancaires (A à G) et 6 niveaux pour un responsable de point de vente (F à K).

[115] Phénomène analysé dans le chapitre relatif à la littérature juridique pp. 99 s.

françaises écartées jusqu'ici des marchés financiers au profit des agents de change, rachètent massivement ces charges transformées en 1988 en sociétés de bourse et entérinent les pratiques de rémunération existantes. Celles-ci sont exacerbées au cours des années 1990 avec l'entrée massive sur le marché européen des grandes banques d'affaires américaines (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Citigroup)

B) L'adoption de pratiques RH du modèle anglo-saxon et leur diffusion aux banques d'investissement françaises

Les pratiques RH des banques américaines s'articulent au travers de différentes variables : le partage de l'actionnariat, la possibilité d'options d'achat d'actions, la rémunération en fonction des compétences individuelles, la mise en place d'un programme d'avantages sociaux flexibles. Les banques d'investissement américaines se caractérisent ainsi par la **prédominance de politiques de rémunération incitatives liées à la performance individuelle et marquées par un fort degré d'individualisme**. Cette tendance est illustrée par notre analyse de données issues d'études de cas[116] et d'articles de presse managériale ou économique[117] relatifs aux grandes banques d'investissement américaines : Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley et Lehman Brother. Que peut-on constater ? D'une part, il ressort de ces politiques de rémunération une volonté de fidéliser les meilleurs collaborateurs, ceux qui participent de façon importante au chiffre d'affaire de l'entreprise et qui travaillent sur les segments les plus profitables (ex. : salariés en charge des opérations de fusions-acquisitions, très rentables[118]). Cela passe par des l'attribution de bonus élevés aux salariés les plus performants, ce qui suppose une évaluation systématisée et fréquente des performances des salariés avec des critères essentiellement quantitatifs. En outre, cela se traduit par une

[116] Notamment, études de cas d'Harvard : « Morgan-Stanley : Becoming a one Firm-Firm » (2006) ; «The Firm wide 360-degree Performance Evaluation Process at Morgan Stanley» (1998) ; « Morgan Stanley and S.G. Warburg: Investment Bank of the Future» (1998).

[117] Sur les politiques de rémunération des banques d'investissement américaines, notamment : Jacobs (2003), «Which Incentives Pay Off Now? » (à partir de l'analyse de la politique RH de Citigroup), *Harvard Management Update Article* ; Leser (2006), « Goldman Sachs, une banque toute puissante », *Le Monde* du 23 juin.

[118] Ces opérations sont qualifiées dans l'industrie financière de « méga-deals ». Selon le cabinet d'études Dealogic (2006), le montant moyen d'une opération de fusion-acquisition (à laquelle la banque perçoit une commission) réalisée par Goldman Sachs en 2006 était de 2,2 milliards d'euros, plus que chez Morgan Stanley (2 milliards), Merrill Lynch (1,9 milliards) ou encore Credit Suisse (1,6 milliards). Ce marché des fusions et acquisitions a atteint en 2006 un montant de 3.368 milliards de dollars (2.634 milliards d'euros) avec 36 % du total de l'activité pour le marché américain (1.220 milliards de dollars).

volonté de corréler appartenance à l'organisation et rémunération par l'intermédiaire de deux processus. **Le premier moyen**, appelé *partnership managing* permet à ses membres, en tant qu'associés de la structure, d'être directement intéressés aux profits[119]. Par exemple, chez Goldman Sachs[120], la plus ancienne des banques d'affaires américaine, les salariés se divisent en trois catégories. La première est constituée de 24 000 salariés (dont le salaire moyen en 2005 était de 520 000 dollars), la seconde comprend 1 200 directeurs et enfin la troisième catégorie est celle des 300 directeurs *partners*. **Le second processus** vise à mettre en place de programmes de rémunération en actions (*« restricted stock plans »*) qui visent les salariés les plus performants. Au sein de ces banques, il s'agit d'un programme de développement de l'actionnariat salarié qui prend principalement trois voies :

- lors d'une augmentation de capital de l'entreprise, les salariés disposent d'un droit de souscription préférentiel ;
- soit par l'attribution de stock-options mais le salarié ne devient actionnaire salarié qu'une fois qu'il a « levé » ses options (transformation des options en actions de l'entreprise après l'expiration d'un délai) et seulement si le salarié fait le choix de conserver ces actions (il peut sinon les revendre tout de suite pour percevoir la plus-value si le cours de l'action est supérieur au prix d'exercice défini lors de l'émission de l'option) [121] ;
- soit enfin par l'attribution d'actions gratuites mais là aussi, il faut attendre l'acquisition définitive (selon un délai variable suivant les structures) et le salarié doit là aussi conserver ces actions pour être réellement actionnaire.

Cette seconde modalité trouve sa justification dans le cadre de la théorie de l'agence : en liant plus étroitement les intérêts des actionnaires et ceux des salariés bénéficiaires d'actions, ceux-ci seront incités à travailler pour augmenter la performance de l'entreprise (Guillot-Soulez, 2004). Dans les banques d'investissement américaines, l'attribution gratuite d'actions ou de stock options à l'origine réservées aux seuls cadres dirigeants se sont étendus

[119] Selon Séroussi (2003), le *partnership* s'analyse comme une Société en Nom Collectif (SNC) « de deux ou plusieurs personnes recherchant, à travers diverses activités constituant l'objet social, la réalisation de profits » (p.121). Les *managing partners* sont ceux qui ont été choisis par les différents associés pour administrer les affaires de la société.

[120] Goldman Sachs, créée à New-York en 1869 se positionne parmi les leaders mondiaux du secteur des banques d'investissement, toujours en tête des classements, en particulier concernant les placements boursiers et les fusions-acquisitions. Entre 1999 et 2005, le nombre de salariés et le chiffre d'affaires a doublé tandis que le capital de la banque a été multiplié par quatre. L'établissement est devenu le plus important gérant d'*hedge funds* du monde. Son activité gestion d'actifs est particulièrement dynamique et représente 20 % des 5,65 milliards de dollars (4,5 milliards d'euros) de profits dégagés en 2005 (les activités de banque d'investissement et d'intermédiation sur les marchés financiers représentant 65 % de ces profits).

aux meilleurs salariés : par exemple aux vendeurs de salles de marché ou encore aux avocats d'affaires en charge des dossiers *corporate* de fusions-acquisitions. Les salariés ont également la possibilité de placer les actions distribuées par l'entreprise dans des fonds d'investissement (*capital-investment*, *hedge funds* ou fonds immobiliers) avec une possibilité d'abondement (Morgan Stanley) ou une durée obligatoire plus courte de conservation des actions de l'entreprise (JP Morgan, Goldman Sachs). Ces politiques de rémunération sont marquées par un benchmarking permanent entre structures par le recours aux cabinets de conseil en rémunération. Elles se situent dans un marché du travail particulièrement dynamique et fortement influencé par le *trend* boursier. Ceci entraîne deux conséquences. L'adoption de politiques de rémunération privilégiant l'attribution de parts variables permet une maîtrise des coûts salariaux en cas de retournement des marchés boursiers. Elle permet en outre de récompenser et fidéliser les meilleurs éléments, afin d'éviter leur débauchage par les structures concurrentes.

Ces politiques exigent donc une certaine souplesse, une marge de manœuvre au sein de l'organisation dans l'élaboration des politiques de rémunération que n'ont pas les banques françaises, encadrées par des conventions collectives et des processus de négociation avec les partenaires sociaux. La filialisation de leurs activités de marché au début des années 1990 et la création d'un service RH détaché de la banque de détail et dédié aux activités de marchés financiers sera la solution. Le service RH dédié à la banque d'investissement n'aura de cesse d'imiter les pratiques RH des *brokers-dealers* en termes de rémunération. La justification est la suivante : les deux activités (banque de détail et activités de marché) ne portent pas les mêmes dynamiques en termes de rentabilité. La rentabilité des activités marchés financiers et banque d'investissement, ramenée au nombre de salariés les exerçant, étant proportionnellement beaucoup plus importante que celle de la banque de détail, il faut une gestion particulière en termes de rémunération de ces salariés, ce que résume assez bien cette déclaration du DRH de la Société Générale[122] qui note ainsi : « *Pour les neuf premiers mois de 2005, le chiffre d'affaires de la banque de détail, un marché mature, a progressé de 4 % et celui de la banque de financement de 22 %. De plus, pour fidéliser ces compétences très pointues et garder nos positions, nous devons pratiquer peu ou prou les rémunérations des places financières de Londres ou New York.* ».

[121] C'est ce qui fait dire à Campoy *et al.* (2008 p. 32) qu'il ne faut pas confondre actionnariat salarié et stocks options que ces auteurs rattachent aux périphériques sélectifs, voire statutaires.
[122] Cité par *Le Monde Economie* du 28 novembre 2005

L'analyse des bilans sociaux[123] de trois banques françaises menés par Fleury et Godechot (2005) est particulièrement éclairante sur ce mimétisme des banques françaises. Cette étude constate qu'entre 1978 et 2004, le montant des dix plus grosses rémunérations est passé en moyenne de 230 000 euros à 4 millions d'euros pour la Société générale et BNP Paribas et 1 million pour le Crédit Lyonnais. Ces dix plus grosses rémunérations concernent non les cadres dirigeants mais les « spécialistes de marché » que sont les chefs de salle de marché (actions, produits dérivés, taux etc.). Ces auteurs notent en outre qu' « en 1978, les 10 % de personnes les mieux payées gagnaient entre 18 % et 20 % de la masse salariale dans les trois banques ; en 2004, cette part grimpe à 30 % à la Société générale et à 27 % chez BNP Paribas. ». Pour le Crédit Lyonnais, cette part reste stable à 17 % et s'explique par le transfert des activités de marché et de banque d'investissement au Crédit Agricole (CALYON) et la limitation du Crédit Lyonnais à la seule activité de banque de détail dans une filiale non cotée (désormais appelée LCL). **On peut en déduire que la filialisation au sein de structures juridiques distinctes en France ou à l'étranger** (notamment à Londres) **a alors contribué largement à autonomiser les pratiques de rémunération de la partie banque d'investissement par rapport à l'activité banque de détail.** Cette augmentation des rémunérations trouve sa source dans la prise en compte grandissante des bonus. Selon une étude de plusieurs cabinets de recrutement qui se sont intéressés à l'ensemble des acteurs de l'industrie financière française (notamment : Humblot-Grant-Alexander, 2005 ; Robert Walters France, 2007), en l'espace de dix ans, au sein des activités de marché des banques françaises, la revalorisation annuelle de la part fixe des rémunérations a été faible (de l'ordre de 5 %) tandis que les bonus ont progressé de 20 % à 30 % pour atteindre une moyenne de 65 % de la rémunération globale. Cette prépondérance de la part variable individuelle de la rémunération est depuis longtemps établie au sein des banques d'investissement américaines et représente en moyenne les trois-quarts de la rémunération (*Centre for Economics and Business Research*, 2006 ; Cabinet Higdon Partners, 2006[124]). En France, elle s'accompagne également, comme dans les structures anglo-saxonnes, de périphériques de rémunérations

[123] Rendu obligatoire par la loi du 12 juillet 1977 pour les entreprises de plus de 300 salariés, le bilan social fournit des informations sur les paramètres les plus représentatifs de l'activité des ressources humaines : indicateurs statistiques pour les trois dernières années portant sur l'emploi, les rémunérations, les conditions de travail, la formation et les relations professionnelles. Le bilan social donne une définition stricte des salaires (à savoir les salaires fixes, primes, avantages en nature) car la présentation des bilans sociaux est encadrée par le code du travail (Art. R 438-1). Notons que les rémunérations indiquées au bilan social n'incluent pas les stock-options, ce qui contribue selon nous à quelque peu minimiser *le montant global* des rémunérations versées.

basées sur l'actionnariat salarié et qui concerneraient environ 3 000 salariés de l'industrie financière française en 2006 (Robert Walters France, *op. cit.*).

Dès lors, de cette étude de la littérature historico-sociologique, **nous déduisons une convergence des pratiques RH des banques français vers un modèle anglo-saxon caractérisé principalement par des politiques spécifiques de rémunération**. Ce modèle se substitue à celui existant dans les activités de banque traditionnelle et les anciennes charges d'agents de change à la faveur des modifications de l'environnement concurrentiel des entreprises d'investissement intervenues depuis vingt ans sur le marché français. La convergence de ce modèle peut-être schématisé comme suit :

[124] Données concernant l'industrie financière britannique pour le premier et les activités de marché à New-York pour le second.

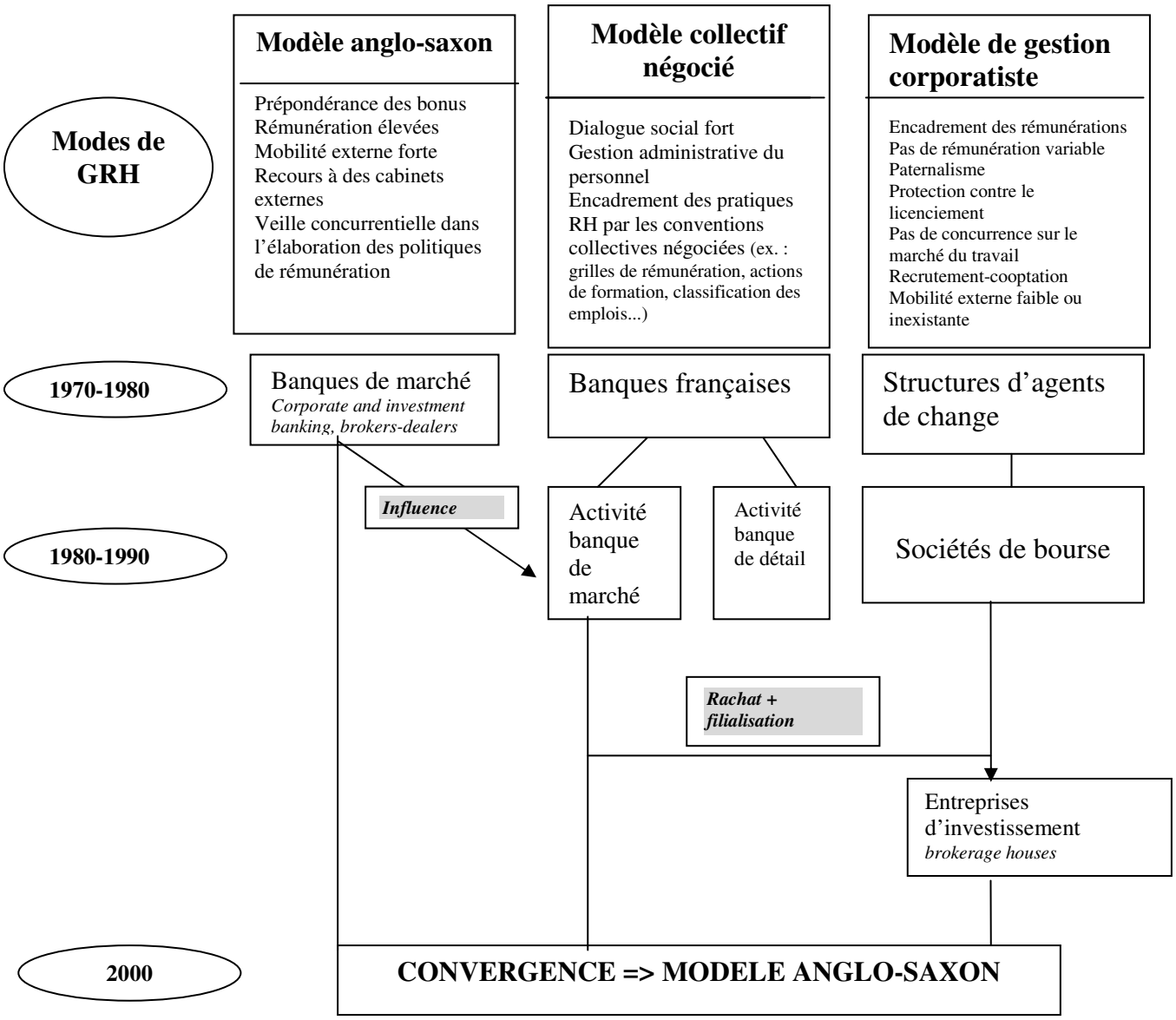


Figure 13 : L'adoption par les banques d'investissement françaises d'un modèle particulier de GRH

SYNTHESE DU CHAPITRE 3

Question au cœur du chapitre :

Quels sont les apports des recherches critiques du modèle néo-classique ?

Démarche :

Etude de la littérature en finance comportementale, sociologie et histoire économique.

Résultats :

Ce chapitre a montré comment ces différentes recherches tentaient de dépasser la vision néo-classique idéalisée de l'analyste financier comme acteur économique rationnel en voulant tenir compte du comportement des acteurs de la finance en général et des analystes financiers en particulier.

Enseignements :

Ces approches critiques analysent les comportements des analystes financiers comme des acteurs à la rationalité imparfaite avec des biais cognitifs, ce qui peut expliquer certaines anomalies du marché. L'analyse des pratiques sociales des acteurs et des institutions de la finance comporte une dimension historique importante qui permet de comprendre la professionnalisation des analystes financiers mais qui explique surtout l'émergence en France au cours des années 1990 d'une gestion particulière du travail de ces acteurs marquée principalement par des politiques de rémunération incitatives, à l'imitation de ce qu'ont connu les structures anglo-saxonnes.

Synthèse de la revue de littérature et perspectives de recherche

Lors de la revue de la littérature, nous avons pu constater que l'analyste financier était devenu au cours de la précédente décennie un acteur essentiel des marchés financiers : situé dans la chaîne de l'industrie de l'investissement institutionnel, sa production d'analyse financière subit l'influence de multiples facteurs **(1)**. La professionnalisation des analystes financiers au cours des années quatre-vingt-dix et leur plus grande visibilité au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel pose le problème de savoir comment s'effectue la gestion du travail de ces salariés au sein de celle-ci et comment cette gestion influence leur production d'analyse financière. Nous verrons que la revue de littérature nous a permis de constater que cette problématique de gestion du travail était relativement absente de l'ensemble des travaux académiques s'intéressant aux analystes **(2)**, ce qui nous conduit à présenter notre problématique de recherche ainsi que les cadres théoriques permettant d'identifier la manière dont se construit et évolue le champ de l'analyse, dont se construisent et évoluent les identités au travail, les pratiques des analystes et leurs productions **(3)**.

1. L'analyste financier : un acteur situé et influencé

La revue de la littérature nous a permis de constater que :

- l'analyste financier *sell side* apparaît comme un acteur central des marchés financiers, autour duquel se forme l'évaluation des entreprises cotées, évaluation maintenant concentrée au sein de filiales de banques multi-capacitaires (*integrate banks*) ;

- l'émergence de cet acteur trouve sa source dans la nécessité de production d'analyse financière, production qui constitue la modalité de son action sur les marchés financiers et guide les gestionnaires de fonds ;

- cette production a entrainé l'apparition d'un certain nombre de difficultés recensées par la littérature académique et professionnelle. La principale difficulté résulte du contexte fortement concurrentiel entre *brokers* incitant les analystes financiers, au sein de la firme de *brokerage* les employant, à générer

et capter le courtage des investisseurs. **Nous en déduisons que l'indépendance de l'analyste dans sa production s'analyse ainsi au regard de l'autonomie que veut bien lui laisser sa structure.** Le recensement de ces difficultés laisse entrevoir que des variables propres à certains aspects de GRH (comme la rémunération ou l'organisation du travail) peuvent expliquer certains dysfonctionnements. Nous avons ainsi souligné comment les dispositions juridiques ont cherché alors à les atténuer par la création notamment d'une « Muraille de Chine » séparant les activités *corporate* et *brokerage* des banques universelles employant des analystes financiers ou comment ont été instaurées des règles déontologiques relatives à la rémunération. Dans cette perspective, les règles juridiques ont un caractère fortement contraignant et habilitant pour les analystes financiers. Elles ont en outre permis la transformation spectaculaire au cours des années 1990 des structures où a pu s'opérer la professionnalisation des analystes ;

- l'analyste financier constitue l'un des vecteurs de diffusion de la théorie de l'efficience des marchés matérialisée par le primat de la valeur actionnariale pesant sur les modes de gouvernance et les évolutions stratégiques des sociétés cotées.

L'ensemble de ces éléments d'informations, indispensables à la compréhension du champ de l'industrie financière en général et des modes de gestion en vigueur au sein des structures d'analyse financière en particulier, peut être synthétisé comme suit :

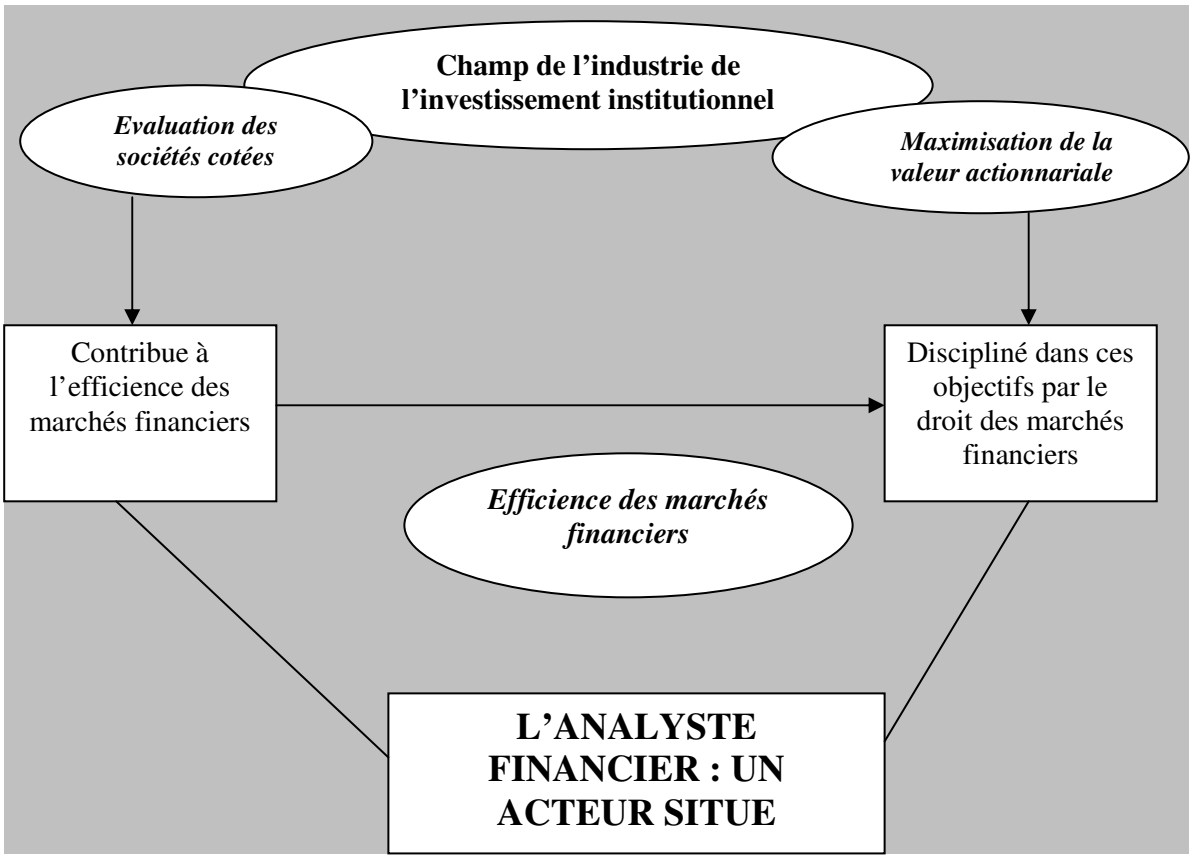


Figure 14 : L'analyste financier et son insertion dans le champ de l'industrie de l'investissement institutionnel

2. *Des modes de gestion incomplets dans leur description ou mal définis*

La revue de littérature nous apporte certains éléments d'information sur les modes de gestion des analystes financiers et nous permet de dégager plusieurs variables influençant la production d'analyse financière.

Nous choisissons de structurer les abondantes informations relatives aux analystes financiers fournies par la littérature sociologique, économique, financière et juridique au travers de la grille C.O.R.E. présentée en 1997 par Bournois et Brabet (pp. 2733-2736) et qui se veut une grille de lecture des dimensions et pratiques de la gestion des ressources humaines.

La Communication interne que ces auteurs entendent dans un sens très large incluant « les relations sociales » et « la participation aux décisions ». En véhiculant les informations au sein de l'organisation, elle a pour objectif de structurer la culture de celle-ci et de faciliter l'investissement des salariés dans leurs tâches. Ces auteurs l'analysent comme une résultante

du « fonctionnement global » de l'organisation dont « elle constitue l'indispensable ciment ». La revue de littérature ne nous apporte pas d'informations sur cet aspect global de la communication et les processus de communication interne sont principalement analysés à travers le contrôle déontologique des échanges d'informations qui ont lieu entre les activités *corporate* et *brokerage* des banques multi-capacitaires. Par exemple, l'échange d'informations entre analystes et salariés de la banque d'investissement ne peut être autorisé que par le responsable de la recherche. De même, le droit oblige les structures à établir des procédures déterminant l'ordre et les modalités de diffusion aux départements internes qui ne disposent d'aucune priorité de diffusion. Cette réglementation de la communication latérale fait suite aux dysfonctionnements en termes de conflits d'intérêts constatés par la littérature académique et professionnelle. Elle vise à établir un principe de séparation entre le département de recherche financière et la division *investment banking* qui génère les opérations d'introduction en bourse ou de fusion-acquisition. Indépendamment des variables juridiques, l'autre aspect de la communication au sein des structures d'analyse financière concerne la relation analystes-vendeurs, source également de dysfonctionnements. Nous avons pu constater que le processus de pression à la génération du courtage sur les analystes était dû à la pression exercée par des vendeurs chargés de relayer les recommandations des analystes auprès des clients gérants. Cette situation s'explique par la rémunération des vendeurs, fonction des transactions qu'ils réalisent sur le marché : ils doivent, pour en augmenter le volume, fournir à leurs clients investisseurs des conseils d'achats (surtout) et de ventes étayés par une analyse financière (Vieille, 2002). Des questions restent en suspens concernant ce processus de communication :

- Existe-t-il une politique globale de communication interne mise en place par la direction des structures d'analyse financière ? Si oui, quels sont les objectifs visés ?

- Qu'en est-il concrètement des échanges d'informations entre vendeurs et analystes ? Dans quelle mesure ces échanges influencent-ils la production d'analyse financière ?

- Comment la mise en place de règles déontologiques relatives à la communication modifie-t-elle les pratiques de travail des analystes financiers et de façon générale comment ce processus influence-t-il la production d'analyse financière ?

Les processus de communication interne renvoient à la notion d'**Organisation du travail** que Bournois et Brabet désignent comme « les modes de délimitation, de division et d'intégration des activités de l'entreprise » qui se manifeste par un ensemble d'éléments disparates avec des « règles légales (forme juridique, type de contrat...) officielles (procédures) ou informelles (habitudes, savoir-faire) ». Il existe des travaux généraux sur l'organisation du travail au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel. De nombreux auteurs (Férone, Montagne, Sharpe, *op. cit.*) ont décelé une organisation du travail en séquences distinctes compartimentée entre analystes, gérants, vendeurs et back-office. Cette organisation du travail au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel s'analyse comme un véritable *process* qui concerne la définition et la répartition des tâches de chaque acteur de la chaîne avec l'établissement d'une spécialisation des métiers et une répartition claire des responsabilités. Les informations relatives au métier de gestionnaire de fonds en France sont les plus abondantes (Kleiner, *op. cit.*) et nous apprennent l'importation en France à partir de 1996 d'un modèle anglo-saxon prescriptif d'une **organisation précise du travail**. Nous avons pu ainsi constater que l'exigence des investisseurs institutionnels d'une plus grande transparence des pratiques des gestionnaires a débouché sur la mise en place des méthodes de suivi de performance, d'analyse et de contrôle des résultats plongeant la gestion d'actifs dans un univers fortement normé consistant en une relation juridique de type contractuelle entre investisseurs et gérants (mandats de gestion) et l'établissement de règles déontologiques et techniques par le législateur et les instances professionnelles. S'agissant des analystes financiers, l'analyse de la littérature juridique nous a permis de déceler de nombreuses règles légales influençant l'organisation du travail. Ainsi, les dispositions déontologiques visent à organiser certaines modalités d'action des analystes financiers et des personnes qui les gèrent au sein des organisations.

Il s'agit essentiellement :

- des obligations d'informations à porter sur les documents de recherche ;

- de l'obligation pour les structures d'analyse financière de se doter d'une fonction de responsable de l'analyse financière : la production et la diffusion de l'ensemble des analyses financières sont placées sous son autorité hiérarchique ;

- de la mise en place de procédures organisationnelles adéquates séparant les équipes d'opération financière de la banque d'investissement des équipes de recherche rattachées au *brokerage* afin d'éviter les conflits d'intérêt.

Ces obligations tirées du droit ou des procédures officielles internes nous semblent utiles pour saisir comment sont délimitées les activités de *brokerage* et d'*investment* banking. Cependant, nous ne disposons pas d'informations :

- sur les modes de délimitation du travail « non officielles » : routines, savoirs-faires, apprentissages... ;

- sur l'organisation générale des activités de *brokerage* et la division du travail entre analystes, vendeurs, et *back-office* ;

- et surtout sur la perception qu'ont les analystes financiers de cette organisation, par exemple dans leurs relations hiérarchiques avec leur responsable.

Ces informations nous semblent indispensables pour tenter de saisir comment cette organisation formelle ou informelle, **partie intégrante des modes de gestion**, influence le comportement au travail des analystes financiers.

S'agissant de **la Rémunération** définie comme « l'une des principales rétributions que l'entreprise apporte aux salariés », nous disposons de certains éclairages issus des recherches en finance de marché et des études historico-sociologiques. Dans la littérature financière, nous avons pu relever qu'au sein des sociétés de *brokerage*, le service d'analyse financière était en fait payé par les commissions sur les transactions effectuées pour le compte des investisseurs. La tendance des analystes financiers à l'optimisme dans leurs recommandations s'analyse en termes de relation d'agence et d'incitations monétaires ou « incentives » (Grandin, *op. cit.*) : les analystes tendent à formuler des recommandations plutôt optimistes pour développer les flux de transactions des maisons de courtage qui les emploient car de ces flux dépend leur rémunération. Concernant la littérature sociologique, c'est d'Olivier Godechot que proviennent les développements les plus poussés de cette dimension à travers son étude du mécanisme de distribution de la rémunération variable (bonus) dans l'industrie financière. Les travaux de recherche de ce sociologue identifient les surenchères salariales des salles de

marché des grandes banques françaises au cours des années 1980 et 1990. A l'imitation des structures anglo-saxonnes, celles-ci vont peu à peu abandonner les modes de rémunération basées sur les commissions et les formules individuelles pour introduire une véritable « culture du bonus » qui va expliquer l'émergence en France de rémunérations très élevéés dans la finance de marché. Dans la structure étudiée par l'auteur (la salle de marché d'une grande banque française), les dix plus fortes rémunérations des salariés (traders, ingénieurs financiers, responsable back-office...) vont être multipliées par près de cent en l'espace de vingt ans (1980-2000). Les limites de cette recherche, pour nous, est qu'elle est presque quasiment consacrée à une catégorie particulière de salariés de l'industrie de l'investissement institutionnel : les traders. Kirchhof-Masseron, *op. cit.* nous apprend cependant qu'à la faveur de la libéralisation du marché français du *brokerage*, les banques françaises vont en quelque sorte « imiter » les surenchères salariales des salariés de salles de marché décrites par Godechot. Ainsi, l'arrivée des *brokers-dealers* américains va entraîner une croissance vertigineuse des rémunérations des analystes financiers. Ces travaux historiques nous permettent de supposer que les mécanismes décrits par Olivier Godechot pour les traders se sont « transposés » aux les analystes financiers. **Les structures françaises d'analyse financière se sont ainsi détachées du modèle collectif négocié en vigueur dans la banque de détail pour s'approprier le modèle adopté par les banques d'investissement américaines, caractérisé par des rémunérations élevées et une prépondérance des bonus.** Cependant, nous ne disposons pas de données chiffrées précises pour situer le niveau des salaires des analystes financiers et de nombreuses questions restent en suspens :

- quelle est la part variable de la rémunération, suit-elle la même configuration que celle décrite pour les traders ?

- le rôle de la hiérarchie dans la conception de la politique de rémunération des analystes financiers s'inscrit-il dans la même logique que celle décrite par Olivier Godechot pour les traders ?

- **et surtout comment cette évolution des modes de rémunération des analystes financiers a-t-elle eu des conséquences sur leur production ?** C'est bien le travail des analystes financiers qui génère des revenus pour son employeur, et le lien rémunération-production d'analyse financière souligné par de nombreux auteurs (Grandin *op. cit.* ; Galanti, *op. cit.*) mérite donc d'être approfondi.

Enfin, **l'Emploi** désigne « les processus d'affectation des hommes aux postes et aux missions de l'entreprise c'est-à-dire la gestion prévisionnelle de l'emploi, le recrutement, l'accueil et l'intégration, la gestion de la carrière et de la mobilité, la formation, la séparation ». Là encore, les informations dont nous disposons concernent essentiellement les traders. Olivier Godechot, *op. cit.* nous apprend comment ces professionnels ont réussi à s'imposer comme des professionnels incontournables des marchés financiers. La gestion de l'emploi des traders est une conséquence du contexte salarial de l'industrie financière. Les traders constituent une main d'œuvre très spécialisée, ils sont désignés comme des « accumulateurs-transmetteurs de ressources » (savoirs, clients, logiciels, équipes). La détention de ces ressources leur permet d'être en position de force dans la gestion de leur carrière qu'il s'agisse du recrutement ou des négociations salariales. La mobilité très forte de cette population, notamment au niveau international étant la conséquence des surenchères salariales entre structures pour s'attirer les meilleurs éléments. En outre, nous avons pu constater grâce aux travaux de Kirchhof-Masseron, *op. cit.* que les analystes financiers vont, à la faveur de l'ouverture à la concurrence anglo-saxonne du marché français du *brokerage*, s'inscrire eux aussi dans le contexte d'un marché du travail très concurrentiel avec un débauchage massif à la fin des années 1980 des meilleurs analystes. D'autres éclairages sur la gestion de l'emploi émergent de notre revue de littérature. Nous avons pu par exemple mentionner comment **au cours de sa carrière** l'analyste financier était soumis aux pressions de ses clients gérants et de ses collègues analystes pour s'inscrire dans le processus de consensus. Savoir se distinguer des autres et prendre des risques sans s'isoler (Galanti, *op. cit.*) est une condition essentielle pour mener une belle carrière en termes de prestige et de salaire (Leone et Wu, *op. cit.*). L'émergence d'analystes « stars » décrite par ces deux derniers auteurs ne concerne que le marché américain. Qu'en est-il du marché français du *trading* dans lequel évoluent les analystes sell-side, existe-t-il au sein de celui-ci aussi des analystes « stars » ? Se pose alors la question de la mobilité de ces acteurs au sein des structures et plus généralement **des processus de recrutement et d'évaluation**. En guise de synthèse, le tableau ci-dessus recense et relie à notre problématique d'étude de **modes de gestion globaux,** les différentes informations recensées au cours de la revue de littérature :

Tableau 7 : les informations relatives aux modes de gestion dans la littérature

Modes de gestion globaux	Travaux réalisés	Ancrage théorique
Communication interne	- Règles déontologiques de communication *corporate/brokerage*	- Juridique
	- Pression à générer du courtage	- Littérature professionnelle, finance comportementale
Organisation du travail	- Organisation du travail au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel (principalement à travers le développement du métier d'*asset manager*)	- socio-économique (Kleiner, Montagne)
	- Naissance et développement aux Etats-Unis des banques d'affaires et émergence du *sell-side*	- sociologique (Sauviat)
	- Professionnalisation des analystes financiers français	- historique (Kirschoff-Masseron)
Rémunération	- Rôle des incitations et relation d'agence analystes/employeurs : conflits d'intérêt et comportements mimétiques	- finance comportementale
	- Développement des rémunérations variables chez les traders	- sociologique (Godechot)
Emploi	- Recrutement et mobilité professionnelle des traders	- sociologique (Godechot)
	- Description d'analystes « stars » et de leur rôle dans la formation du consensus (marché américain)	- finance comportementale

Malgré le grand intérêt du cadre que proposent les travaux sociologiques et en particulier ceux d'Olivier Godechot, nous retiendrons de l'étude de cette littérature qu'il n'existe pas encore de recherche centrée spécifiquement sur les modes de gestion du travail globaux des analystes financiers. Ainsi, seule une recherche sur le terrain à partir d'entretiens

avec ces acteurs et tous ceux qui sont chargés de leur gestion au sens large (responsable d'équipes de recherche, managers RH, institutions de formation et de régulation…) ainsi que de documents produits par les organisations employant les analystes peut-elle nous permettre d'appréhender ces modes de gestion et les enjeux de ceux-ci, à savoir leur influence sur les représentations des analystes, leurs pratiques et finalement le processus de production de l'analyse financière.

Nous montrerons dans le chapitre suivant comment nous avons traduit, incarné, les questions que nous formulions à l'issue de notre revue de littérature dans une méthodologie permettent d'y répondre. Ces questions sont indéniablement liées à notre volonté de contextualiser les modes de GRH, d'en considérer l'influence sur les représentations, les pratiques et les productions des analystes. Cette volonté justifie l'inscription de nos recherches dans un cadre interdisciplinaire.

3. La mobilisation de cadres théoriques interdisciplinaires

Pour répondre à notre question de recherche : « **Quels sont les modes de gestion des analystes, comment influencent-ils leurs représentations, leurs comportements et finalement leurs productions ? »**, nous avons tenté de mobiliser dans une approche gestionnaire *une démarche interdisciplinaire*, des cadres théoriques multiples permettant d'identifier, la manière dont se construisent et évoluent les organisations employant les analystes, les méthodes de gestion des analystes qui s'y inscrivent, les identités au travail, les représentations, les pratiques et les productions des analystes eux-mêmes que ces méthodes de gestion influencent. Cette démarche a présidé à notre analyse de l'état de l'art, elle se prolongera dans notre recherche empirique. Dans chacune des disciplines des sciences sociales que nous avons explorées lors de l'étude de la littérature, nous avons repéré plusieurs paradigmes. Dans les domaines du Droit, de l'Economie et de la Sociologie et de la Gestion, nous avons choisi de nous appuyer sur des corpus théoriques qui prenaient en compte l'inter structuration de « l'acteur et du système » pour analyser les marchés financiers et les acteurs (organisations ou individus) qui les construisent, les transforment et les reproduisent dans le temps, habilités et contraints par ces règles à la production desquelles ils contribuent.

Nous les présenterons plus en détail dans la deuxième partie de notre thèse consacrée à l'exposé de notre démarche empirique, de ses cadres théoriques et méthodologiques, de ses résultats. Avant d'aborder cette seconde partie, nous présentons le tableau ci-dessus qui synthétise notre revue de littérature et permet de distinguer les différents courants théoriques dans leurs modalités d'analyse du champ des marchés financiers et des analystes financiers. Dans ce tableau, nous situons ces courants par rapport à notre propre démarche d'analyse se situant dans le cadre d'une GRH contextualisée et qui sera analysée de façon approfondie au début de notre seconde partie.

Tableau 8 : Synthèse de la littérature Marchés financiers, industrie de l'investissement institutionnelle, analystes financiers

	Littérature juridique	Néo-classiques financiers	Les critiques du modèle néo-classique			GRH contextualisée
			Finance comportementale	Sociologie de la finance	Ecole des conventions	
Marchés financiers	Réglementés	Efficients	MF = donnée externe, ne s'intéresse pas à la formation du prix mais aux comportements des individus qui composent le marché	Lieu de rencontres d'objets et d'individus	Existence de conventions de marché (macro) + Influence sur les MF de micro-conventions qui orientent les comportements individuels	Organisations structurées et gérées par des acteurs plus ou moins performants
Analystes financiers	Professionnels réglementés (déf. jur. des AF, obligations, contrôle)	Agents économiques rationnels	Agents avec biais cognitifs (rationalité limitée)	Non traités ou évoqués dans une perspective historique	Acteurs influencés par conventions	Salariés d'une organisation
Objets observés	Réglementation des marchés et des professionnels de l'industrie de l'investissement institutionnel (auditeurs, GF, AF, agences de notation) Mise en place d'institutions de régulation et de contrôle	2 voies d'étude : 1. Le mécanisme de prix (marché walrasien) 2. La maximisation du profit par les acteurs (optimum)	Comportement des professionnels de la finance	2 voies : 1. L'utilisation d'outils, techniques (ex. : maths, internet, réseaux) 2. Approche bourdieusienne qui part des individus et de leur histoire (ex. : rapports dominants/dominés)	Analyse du comportement des acteurs à partir du concept de représentation sociale (Moscovici)→ micro-convention (Orléan) → macro-convention	Organisation des entreprises et du travail, à savoir, les modes de gestion du travail : recrutement, gestion des carrières, formation, évaluation, rémunération…
Pourquoi ?	Assurer le bon fonctionnement (l'efficience) des marchés (ex. : en matière d'info. – délit d'initiés- ; ex. : pratiques illicites) Privilégier un cadre juridique de contrôle favorisant l'actionnaire	Assurer l'efficience : toute information publiée est immédiatement intégrée dans le cours de l'action concernée, il faut donc assurer une information optimale	Canaliser les biais cognitifs	Sociologie des professions (agents de change, traders)		Identification des stratégies des AF, de leurs objectifs prof. (concept d'identité au travail, gestion des carrières), de leurs représentations. Y-a-t-il un modèle de GRH (les AF sont-ils gérés de la même façon quelque soit la structure ?) Influence de cette gestion sur leur production
Comment ?	Réglementation légale : code mon. et financier, règlement de l'AMF Réglementation professionnelle : code de déontologie des AF	Econométrie	Expérimentation, réflexion à partir des théories de la décision	Observation participante Entretiens	Econométrie sur données individuelles, enquête par questionnaire, entretiens	Entretiens, études documentaires →identification des conditions concrètes de l'activité des AF et de leurs résultats
Auteurs		Fama, Jacquillat, Sollnik	Grandin, Galanti	Godechot, Lagneau-Ymonet	Orléan, Tadjedine	Brabet, Pichault, Pettigrew

Partie II

Etude empirique des modes de gestion des analystes financiers

Introduction

La première partie de notre travail doctoral s'est centrée sur la revue de littérature relative au rôle de l'analyste financier comme acteur des marchés financiers. Elle a permis de situer notre projet de recherche par rapport aux différents travaux ayant trait aux acteurs de la finance et particulièrement aux analystes financiers. Ainsi, nous avons pu mettre en évidence les différentes informations disponibles relatives aux modes de gestion des analystes financiers et les synthétiser dans le cadre de notre perspective de recherche. Nous avons aussi pu repérer dans les grands courants de la littérature, les convergences et les divergences qui s'établissent dans l'analyse de la gestion du travail des acteurs de la finance en général, des analystes financiers en particulier. Nous avons commencé à expliciter comment nous comptions mobiliser un cadre théorique interdisciplinaire, rendant compte de phénomènes micro et macro sociaux, de l'interaction entre agents et institutions.

Dans la seconde partie de ce travail doctoral, nous présenterons dans un premier chapitre, d'abord les cadres de références théoriques de notre recherche de manière plus approfondie ainsi que ses cadres méthodologiques puis la construction de notre démarche empirique. Celle-ci est constituée de deux phases. La première est une étude exploratoire qui a tenté de définir un champ en évolution : celui de l'industrie de l'investissement institutionnel. La seconde phase, qualifiée d'intensive, essaie de comprendre d'une part, les pratiques et modèles de gestion en vigueur dans les structures d'analyse financière en les contextualisant, d'autre part leur influence sur les représentations, les pratiques et les productions des analystes financiers. Dans un second chapitre nous analysons les résultats de nos investigations empiriques. Nous conclurons cette seconde partie par une synthèse interprétative et comparative des différents résultats de notre recherche empirique.

Enfin, notre conclusion générale tentera de montrer les apports globaux de notre travail de recherche, ses limites et perspectives de développement.

Chapitre 1
Démarche empirique, cadres théoriques et méthodologiques

Ce premier chapitre a donc pour objectif de situer les cadres de référence théoriques et méthodologiques **(1)** de notre recherche empirique et de présenter les différentes étapes de celle-ci. **(2)**

1. Les cadres de références théoriques et méthodologiques

A) Une approche interdisciplinaire

Nous avons voulu pour mener notre recherche nous inscrire dans les voies tracées par des auteurs comme Brabet (1993) ou Pichault et Nizet (2000) qui conçoivent la Gestion des Ressources Humaines comme contextualisée.

Nous nous sommes inspirés des travaux de Pichault et Nizet pour tenter d'appréhender les relations entre l'évolution des **contextes externes** (l'industrie de l'Investissement Institutionnel) et **internes** (les stratégies et les configurations organisationnelles des sociétés de courtage, leurs méthodes de GRH), les **processus** d'interaction entre les acteurs (gestionnaires de fonds, analystes, vendeurs, directeurs de recherche) ainsi que les **contenus** soumis à la transformation (représentations, pratiques et productions des analystes financiers).

Du premier auteur, nous avons retenu pour guider notre démarche les préconisations en matière de construction des savoirs qu'elle rattache au modèle de la gestion des contradictions. Elle décrit alors une approche s'appuyant sur plusieurs disciplines des sciences sociales et mobilisant différentes méthodes afin de produire des savoirs utiles aux acteurs. Elle cite (1993, p.130) Aubert et Gaujelac ainsi que Chanlat pour illustrer son propos : « *Un objet complexe comme une organisation ne peut être appréhendé à partir d'un cadre mono-*

théorique. Il nécessite au contraire la construction d'un modèle complexe à partir de plusieurs disciplines. Il s'agit d'une démarche multipolaire qui consiste à croiser les apports d'approches différentes, à adopter plusieurs perspectives, à éclairer les phénomènes étudiés en partant de problématiques fondées sur plusieurs théories. » (Aubert et Gaulejac, 1991, pp. 330-331) ; « *Réunir ce qui était jusque là séparé, mettre en évidence des dimensions largement oubliées, réaffirmer le rôle du sujet, de l'expérience, de la symbolique dans les organisations, tout en les resituant dans leurs cadres socio-historiques, telle est l'ambition de cette anthropologie de l'organisation que nous cherchons à bâtir.* » (Chanlat, 1990, p. 25).

Des seconds auteurs (Pichault, 2005, p.186 ; Pichault, 2003, p.1753 ; Pichault et Nizet, 2000, pp.31-32), nous retenons leur mobilisation des approches contextualistes pour caractériser tous les phénomènes et situations (contenus, contextes, processus) que notre objet de recherche recouvre. L'approche contextualiste développée par Pettigrew (1987) et mobilisée par ces auteurs au service de la GRH nous guidera dans notre volonté de saisir les différents niveaux d'analyse organisationnelle et d'intégrer ces différents corpus théoriques : « *Le cadre théorique du contextualisme (Pettigrew, 1985, 1987, 1990) (...) se présente comme une manière d'approcher le changement et met l'accent, pour ce faire, sur trois concepts clés et leurs interrelations : respectivement, le contenu, le contexte et le processus. Les contenus ne désignent rien d'autre que le domaine concerné par le changement, domaine auquel le chercheur a décidé de s'intéresser. (...) Les contextes désignent les facteurs susceptibles d'influencer les contenus et leur évolution. Pettigrew distingue ici, de manière assez classique, les facteurs propres à l'organisation elle-même et ceux qui ont trait à son environnement - les contextes internes et les contextes externes. Les uns et les autres présentent à la fois une dimension objective et une autre, plus subjective. La dimension objective peut être captée par des données observables pour ce qui concerne les contextes internes, on s'intéressera par exemple à la manière dont le travail est divisé, coordonné, etc. ; pour les contextes externes, on se penchera par exemple sur la disponibilité de la main-d'œuvre sur le marché du travail, sur l'état de la réglementation sociale, etc. Quant à la dimension subjective, elle se réfère à la manière dont les acteurs mettent en avant, soulignent, interprètent, les éléments des divers contextes (par leurs discours, par les données qu'ils diffusent dans l'organisation, etc.). Quant aux processus, ils ont trait aux initiatives des acteurs (les uns cherchant à faire évoluer la situation dans telle ou telle direction, les autres plutôt à la stabiliser) et aux rapports de pouvoir qui se développent entre eux. Ces trois variables, disions-nous, sont en étroite interrelation. Tout particulièrement les contextes et les*

processus. D'un point de vue contextualiste, on considère en effet que les jeux d'acteurs sont contraints, au moins en partie, par les contextes, mais en même temps qu'ils les construisent - c'est précisément dans ce sens que nous venons de parler de la dimension subjective des contextes - et ainsi les transforment. Cette conception rappelle les travaux de Giddens (1979) selon lequel le contexte n'est pas seulement une barrière à l'action, mais est également produit par celle-ci. » (Pichault et Nizet, 2000, pp.31-32).

Nous présenterons ici à titre d'exemple quelques uns des emprunts théoriques que nous avons réalisés et leur logique.

Les recherches de Serge Moscovici (1984) en psychologie sociale comme celles de l'économie des conventions nous ont permis d'éclairer la construction des représentations collectives. La sociologie de la finance à travers les travaux d'Olivier Godechot (2000) nous a permis de comprendre la formation des habitus des acteurs de la finance. La finance comportementale nous a permis de saisir le comportement d'individus faisant preuve de biais cognitifs dans leur intervention au sein des marchés financiers, finance comportementale s'opposant au paradigme néo-classique qui représente des acteurs économiques purement rationnels. En droit, nous nous sommes centrés sur la construction de règles habilitant et contraignant les analystes, règles elles-mêmes structurées par la représentation de l'efficience du marché, concept central de la finance de marché qui considère les analystes financiers comme des acteurs censés participer au fonctionnement efficient des marchés. Nous avons, nous-mêmes, réalisé cette analyse critique du droit (qui fut au centre de notre formation initiale) encore peu opérée à notre connaissance. Les travaux sur le mimétisme organisationnel, tel que décrit par Di Maggio et Powell (1983), ont aussi contribué à notre analyse des processus de diffusion d'un nouveau modèle de gestion des acteurs de la finance. L'économie institutionnaliste nous a permis d'identifier le cadre macro-économique dans lequel se développe l'industrie de l'investissement institutionnel. Pour saisir les contextes internes, la sociologie des organisations et en particulier les travaux de Henry Mintzberg (1982, 1986) nous ont aidé à identifier l'évolution des configurations organisationnelles des sociétés de bourse tandis que ceux de Michael Porter (1986) facilitaient la prise en compte des stratégies concurrentielles de ces entreprises. Nous constaterons ainsi comment les modifications stratégiques observées au cours des années 1990 entraîneront un bouleversement des modes de GRH des acteurs du champ de la finance de marché en général et des analystes financiers en particulier.

Les travaux dirigés par Julienne Brabet (1993, 2002) sur la gestion des ressources humaines nous ont aidés à percevoir les liens entre politiques de gestion des ressources humaines et plus largement de gestion du travail, mutations des systèmes productifs, modes de gouvernance, stratégies et logiques organisationnelles des entreprises. Ils nous ont aussi sensibilisés aux influences des modes de gestion du travail sur les identités au travail, les représentations des acteurs, leurs comportements et finalement leurs productions. Enfin, l'analyse des stratégies d'acteurs telle que la mènent Michel Crozier et Erhard Friedberg (1977) a contribué à celles des analystes financiers. A cet égard, Pichault et Nizet (2000) notent que la mobilisation de cette littérature est particulièrement éclairante pour établir le lien entre processus et contenus.

Nous n'avons pas été exhaustifs dans l'exploration du vaste domaine des théories qui pourraient nous aider à apporter des réponses à la question que nous avons posée. En tant que jeune chercheur, nous ne prétendons pas maîtriser l'ensemble de ces théories, simplement nous avons tenté d'articuler des niveaux d'analyse qui nous permettaient de mieux définir notre objet de recherche et de mieux interroger les acteurs.

Le choix de mobiliser dans la revue de littérature et dans notre démarche empirique une approche interdisciplinaire est essentiel selon nous à la compréhension du champ de la finance de marché. Car les différentes théories mobilisées ne nous semblent pas antagonistes mais bien complémentaires puisqu'elles permettent de mieux saisir les représentations des acteurs, comment ceux-ci participent à la construction de ce champ et en même temps comment ce champ les habilite et les contraint : comment, en définitive, se construit le champ de la finance de marché. Le choix du qualificatif « interdisciplinaire » par rapport à celui de « multidisciplinaire » n'est pas anodin. Comme le note très justement Dimitri Weiss (1973, p.26), mobiliser une approche multidisciplinaire suppose l'absence d'éléments qui assurent la cohésion du sujet de recherche contrairement aux études de caractère interdisciplinaire qui, dans un objectif d'interprétation et de compréhension de faits sociaux, vont au-delà d'une simple accumulation de disciplines. Pour cet auteur (1983, pp.10-11), le savoir ne peut être « *le total d'une série d'additions, mais le résultat, fût-il parfois douteux ou discutable, d'une série d'articulations ou d'interférences entre différents facteurs autonomes. Les distinctions et les oppositions rigides, tout ce qui isole les matières d'apport en fortins sans portes ni fenêtres, apparaissent de plus en plus inadéquates et arbitraires. Ce savoir n'est, donc, pas une « somme » contenue dans un inventaire précaire (et poussiéreux), mais un entrelacement*

de routes à l'horizon quelquefois lointain. ». Cela suppose le dépassement d'une approche faite d' « application spécialisée » de disciplines telles l'économie, le droit, la psychologie, la sociologie etc. Ce débat est au cœur de la définition même des sciences de gestion et nous rejoignons là l'analyse de Hatchuel (2000) qui perçoit les sciences de gestion, non pas comme une simple compilation d'instruments hétérogènes et spécialisés, mais comme une science capable d'appréhender des problématiques relatives à l'action collective analysant un ensemble de processus organisationnels de « décision, rationalisation, représentation, légitimité, coopération, prescription ». Cette volonté de comprendre l'action collective et de participer à la recherche en sciences de gestion implique de repenser l'appropriation des autres disciplines des sciences sociales : « *L'objet de recherche des sciences de gestion ne se réduit en définitive ni à une sociologie appliquée, ni à une économie appliquée, quand bien même ces dernières feraient de l'entreprise ou de l'organisation leurs centres d'intérêt.* » (p.3). Celles-ci doivent être mobilisées afin de mieux saisir « *la construction de processus viables d'appartenance, de connaissance ou d'échange* » entre les acteurs au sein de l'organisation. L'unité et la spécificité des sciences de gestion reposent donc sur leur capacité à « *reconnaître ce qu'il y a d'inédit et d'inattendu dans les résultats qui découlent des travaux* [des sciences sociales] » (Ibid.) en dépassant la simple juxtaposition des écoles et des différents courants. Cette démarche aboutit alors à une unité d'analyse propre aux sciences de gestion : la compréhension des phénomènes organisationnels à travers l'étude de l'action collective qui permet de situer les salariés comme acteurs et non comme simples objets de gestion (Bournois et Brabet, 1993).

B) Une approche multi méthodes

A cette approche mobilisant plusieurs corpus théoriques et plusieurs niveaux d'entrée répond la mobilisation de méthodologies aptes à saisir à la fois les dimensions subjectives et les dimensions objectivées (au moins provisoirement) de l'analyse financière et de son contexte dans une intention tantôt exploratoire, tantôt confirmatoire.

Afin de déterminer des méthodes adaptées aux questions soulevées par le chercheur (Thiétart, 2003), il est traditionnel de distinguer en sciences de gestion deux grands types de recherche : qualitative et quantitative. Tout comme la dichotomie épistémologique subjectif/objectif, cette distinction soulève des interrogations : s'agit-il par exemple d'abord d'un choix instrumental ou paradigmatique (Bryman, 1983 ; Van Aken, 2000) ? L'option

serait-elle de choisir entre une méthode quantitative objective et rationnelle car garantie par l'utilisation de la mesure et de la statistique et une autre qualitative biaisée par la subjectivité de l'individu (observateur-observé, intervieweur-interviewé) ? Comme le soulignent de nombreux auteurs (notamment : Brabet, 1989 ; Baumard et Ibert, 1999) ce clivage semble quelque peu dépassé. Par exemple, l'évolution des traitements statistiques « quantitatifs » permet le traitement de données « qualitatives » d'entretiens non-directifs. Brabet et Seignour (p. 6) soulignent ainsi : « *Il ne nous paraît pas possible de distinguer un paradigme positiviste unifié auquel viendraient s'arrimer logiquement des méthodologies et un second paradigme, en opposition avec le premier, qui s'incarnerait dans des méthodes d'accès au terrain bien différentes.* ». Le choix de dispositifs méthodologiques dépend avant tout de la *problématique* (Royer et Zarlowski, 2003) et du *projet* (Brabet, 2003) de recherche. Celui-ci va délimiter les méthodologies utilisées et impulser un effort de théorisation avec la mise en avant « *des conceptions, des représentations, plus ou moins explicites, plus ou moins formalisées du fonctionnement des individus, des groupes et des organisations, de leurs productions idéelles et matérielles, du champ qu'ils structurent et qui les influence* » (Brabet, 2003, p.888).

En termes de recueil (1) comme de traitement (2), nous avons donc conjugué les méthodes. Dans cette approche, nous préférons utiliser le terme d' « informations » à celui de « données » (Brabet, 2003, p. 890). En effet, les informations recueillies ne sont pas des données en tant que telles, « neutres », directement utilisables mais nécessitent un travail d'explicitation dans leur utilisation et leurs effets.

1. Le recueil de l'information

Pour recueillir les informations nous nous sommes surtout reposés sur l'entretien semi-directif (1.1) qui donne un accès privilégié aux représentations des acteurs. Mais nous avons aussi mobilisé l'observation à laquelle nous aurions aimé pouvoir consacrer plus de temps. Nous avons dans ce but proposé sans succès notre candidature pour des stages d'été dans des sociétés de courtage. A défaut de pouvoir réaliser dans ce cadre des observations systématiques et armées nous avons observé, de manière plus flottante, avant nos entretiens les structures au sein desquelles nos interlocuteurs nous recevaient mais aussi pendant les entretiens le paralangage des répondants. Nous avons recueilli en même temps la documentation externe et interne (1.2) portant sur les structures et leurs modes de gestion.

1.1 L'entretien comme mode principal de recueil des informations

Les informations recueillies par l'entretien, se présentant « sous la forme de mots plutôt que de chiffres » (Miles et Huberman, 1991) et utilisant les « seules ressources de la langue » (Paillé et Mucchielli, 2003), ont la particularité d'être riches dans la compréhension des phénomènes ou comportements. En se concentrant sur les expériences et représentations des acteurs, elles permettent une compréhension du sens des faits sociaux plutôt que la validation d'hypothèses. L'entretien peut se définir comme « *un procédé d'investigation scientifique, utilisant un processus de communication verbale, pour recueillir des informations en relation avec le but fixé.* » (Grawitz, 2001). Comme cette définition le précise, l'entretien constitue un outil dans la recherche scientifique et se justifie comme tel dans deux cas. Dans un premier temps, l'utilisation des entretiens se justifie *traditionnellement* par le fait qu'il s'agit d'une problématique mal connue, qu' « *il n'y a pas suffisamment de connaissances sur le sujet pour pouvoir utiliser des méthodes plus « dures » comme le questionnaire par exemple* » (Demers, 2003). En effet, la revue de littérature nous apprend que la gestion des ressources humaines dans ce secteur d'activité est quasiment inexplorée et qu'il existe très peu d'études académiques sur le sujet. L'entretien a donc un but exploratoire, servant à dégager les variables les plus importantes pour décrire et analyser les principales configurations de pratiques de gestion des ressources humaines observables au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel. Ensuite, l'entretien peut être utilisé comme moyen privilégié de recueil de données pour tenter d'appréhender les représentations : « *Le chercheur part du principe qu'il n'y a pas une réalité objective mais, plusieurs réalités construites socialement et c'est l'ensemble de ces réalités qu'il cherche à découvrir.* » (Demers, *op. cit.*, p.180). L'activité de recherche est ici associée à un contexte de découverte et non de recherche de la preuve (Goyette et Boutin, 1997). Dans cette optique, nous cherchons donc à comprendre et interpréter la réalité au niveau « individuel, groupal, organisationnel, sociétal » (Brabet, 2003) en essayant de construire « un cadre de lecture » des modes de gestion en vigueur au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel et de leur influence sur les représentations et productions des analystes financiers. En tant que jeune chercheur, nous préférons mobiliser ce terme de « cadre » plutôt que celui de modèle théorique prenant appui sur des données d'entretien tel qu'il a été présenté par Glaser et Strauss (1967). La démarche reste cependant la même, il s'agit d'adopter des processus

inductifs permettant de relier théorie et empirisme : « *Le raisonnement inductif consiste à découvrir des régularités à partir de l'observation de l'objet, et à formuler des hypothèses à partir de l'observation. On considère que le raisonnement inductif est plus favorable à l'émergence de connaissances théoriques novatrices que le raisonnement logico-déductif.* » (Charreire et Durieux, 1999, p.58). Les recherches inductives présument que l'on trouve sur le terrain des régularités, à partir de cas particuliers. Cerner les représentations sociales implique de donner la priorité « à la conscience pratique et à la conscience discursive » (Giddens, p. 351) de ces acteurs pour comprendre le sens que ceux-ci donnent à la réalité, ce que cet auteur appelle les « façons qu'ont les acteurs de faire leurs chemins dans les contextes de la vie sociale » (p. 402). L'entretien en tant que recueil de « *récits* [traitant] *d'acteurs, d'enjeux et de contextes* » (Louart, 2003) apparaît comme un moyen privilégié de reconstituer les démarches de mobilisation des ressources et des interprétations afin de pouvoir dresser des « modèles explicatifs »[125] : « *Dans les sciences humaines et sociales, la recherche fondamentale ne peut construire des modèles généraux qu'en s'appuyant sur des trames de récits à plusieurs niveaux.* » (Louart, 2003, p.137). Enfin, de nombreux chercheurs (notamment North *et al.*, 1983) notent que les managers sont plus enclins à répondre à des interviews[126] qu'à compléter des questionnaires, ce qui leur permet d'avoir un retour sur la recherche et de s'assurer de la façon dont l'information sera utilisée.

Il est classique de distinguer trois types d'entretiens : l'entretien directif qui se rapproche du questionnaire à questions ouvertes, le semi-directif et l'entretien libre ou non directif. Les deux derniers se distinguent moins au niveau des techniques que de l'agencement des thèmes qu'ils proposent selon Ghiglione et Matalon (1998). Selon ces auteurs en effet (p.73), ces entretiens renvoient à la recherche d'informations d'ordre cognitif à savoir : « *Comment le sujet organise-t-il le champ qui lui est proposé ? Quelles sont les limites qu'il donne à celui-ci ? Quelles relations y perçoit-il ? Et plus généralement, quelles sont les représentations et les normes en fonction desquelles il agit ?* ». L'entretien non-directif suppose l'absence de mobilisation par le chercheur de cadres de références pour structurer des questions et permet ainsi à l'interviewé de développer sa propre pensée. L'entretien semi-directif, quant à lui, introduit des thèmes pour l'entretien par l'intermédiaire de grilles par exemple et l'interviewé est invité à répondre aux questions s'y afférant uniquement s'il ne les

[125] On pourrait parler également d' « idéaux-types », au sens de Max Weber, comme instruments d'interprétation.

[126] « especially where the interview topic is seen to be interesting and relevant to their own current work ». Nous verrons plus loin dans l'exposé de la conduite de nos entretiens que cette affirmation s'est trouvée vérifiée car de nombreux analystes financiers nous ont avoué leur satisfaction d'avoir pu parler de leur métier.

mobilise pas spontanément. Ensuite, dans le cadre de chaque thème évoqué par le chercheur, l'interviewé développe à nouveau sa propre pensée. Dans ce cas, l'entretien semi-directif « *structure, qu'on le veuille ou non le sujet, et par conséquent lui impose un cadre de référence* » (Ibid.). Ceci renvoie à la « fabrication-structuration » du discours comme le note Brabet (2003), qui relève qu' *« il serait tout à fait illusoire de penser qu'au cours d'un entretien non directif l'interviewer n'intervient pas dans l'élaboration du message.* » (p. 892) faisant ainsi allusion particulièrement aux choix qu'opère l'interviewer, à la fois dans la consigne de départ fournie à l'interviewé que dans celle des reformulations, visant à provoquer des approfondissements. Le choix d'une catégorie d'entretien va donc dépendre avant tout du « degré de liberté plus ou moins grand par rapport à un savoir antérieur » (Ghiglione et Matalon, *op. cit.,* p. 76).

L'entretien semi-directif paraît le plus adapté à notre volonté de saisir non seulement les représentations des interviewés mais aussi d'approfondir les modes de gestion des analystes financiers peu abordés dans la littérature. Il résulte d'un « compromis » (Romaelaer, 2000) entre notre volonté de recueillir les représentations des acteurs[127] (et donc leur laisser un certain degré de liberté dans leur expression) et de structurer ces informations au travers la grille CORE qui permet d'appréhender de façon globale les modes de gestion. La réduction de la directivité de l'entretien, qui permet au sujet de s'exprimer dans son propre langage et d'aborder spontanément des thèmes ou d'en privilégier d'autres, est une technique permettant de recueillir le maximum d'informations sur le vécu des acteurs (Crozier et Friedberg, 1977). Caractérisé par une interaction entre chercheur et répondant, l'entretien a aussi ici une fonction de « découverte » (Demers, *op. cit.*) des modes de gestion des analystes financiers. La formulation des sous-thèmes que nous abordons avec l'interviewé est ici circonscrite par nos hypothèses de départ (l'existence de représentations sociales dans la population étudiée, l'influence des modes de gestion sur ces représentations et les productions) et les informations établies par la recension préalable de la littérature, ceci dans une volonté de dépasser ce que Kaufmann (2003) appelle « l'intuition sans contrôle » (p.25).

Les biais induits par l'entretien lorsqu'il vise à recueillir des informations sur les pratiques plus que sur les représentations peuvent être atténués par le recours à d'autres méthodes de recueil des informations, comme l'analyse documentaire que nous présentons ci-

[127] Kaufmann (2003) distingue ainsi l'entretien « impersonnel et standardisé » de l' « entretien compréhensif ». Le premier conçoit les représentations comme « un reflet » de la réalité « existant comme une donnée » tandis que le second conçoit celles-ci comme « un moment crucial dans le processus dialectique de construction de la réalité », et ceci afin de « déterminer des comportements parmi des milliers possibles ». (pp.58-59).

dessous. Ces deux méthodes, entretien et analyse documentaire, vont servir d'appui à une triangulation des données. Dans un souci de fiabilité de la recherche, la triangulation, en superposant et combinant les diverses sources et techniques de recueil de données, permet de compenser le biais inhérent à chacune d'entre elles notamment le faible pouvoir de généralisation des résultats obtenus ou le risque de subjectivité induit par la dépendance de l'objet vis-à-vis du chercheur qui détermine seul le choix et l'interprétation des données (Coutelle, 2005 ; Stake, 2005, p.435[128]).

1.2 Le recueil de la documentation

Molinier *et al.*, (2002, p. 42) notent le fort intérêt méthodologique de l'utilisation des textes et documents. D'une part, parce que ces sources d'informations ne supposent pas l'intervention du chercheur puisqu'ils préexistent à la recherche. D'autre part, parce qu'elles permettent, de par leur variété, d'adopter une démarche comparative. Nous utilisons l'analyse documentaire lors des différentes étapes de notre recherche. Utiles au début d'une recherche (Evrard *et al*., 2000), *les études documentaires externes* nous permettent **lors de la phase exploratoire** d'appréhender l'industrie financière et ses acteurs pertinents. L'étude de documents publics permet une bonne connaissance des organisations et par conséquent favorise une plus grande réceptivité des répondants « s'ils voient que le chercheur s'est bien préparé » et qu'il « ne leur fera pas perdre de temps en leur demandant de l'information facilement accessible par le biais de documents » (Demers, 2003, pp.192-193).

Nous nous appuyons sur des données externes issues de la presse professionnelle (*l'AGEFI*, quotidien et hebdomadaire des « professionnels de la finance » ; *Analyse financière*, revue de la Société Française des Analystes Financiers), des rapports issus d'institutions de régulation (Autorité des Marchés Financiers, Commission européenne) et de la presse financière ou généraliste. S'agissant de ces dernières données, nous constatons lors du début de notre travail doctoral, à la lecture de la presse quotidienne, que de nombreux articles sont consacrés au travail des analyses financiers : soit pour évoquer leur avis sur une opération financière en cours (introduction en bourse par exemple) ou sur les orientations stratégiques d'une entreprise ou d'un secteur, soit, et surtout, pour évoquer les conséquences

[128] « To reduce the likelihood of misinterpretation, researchers employ triangulation [who] has been generally considered a process of using multiple perceptions to clarify meaning, verifying the repeatability of an

des scandales financiers de 2002[129]. Par la suite, une étude documentaire réalisée sur les articles des quotidiens *Figaro Economie* et des *Echos* pour l'année 2005 et le premier semestre 2006 fait apparaître que les propos d'analystes financiers sont relayés de façon quasi-quotidienne : 437 fois pour le premier quotidien et 383 fois pour le second. Cette revue de presse démontre l'importance des analystes financiers dans les processus d'investissement en vigueur au sein de l'industrie financière et surtout les liens forts qui les unissent aux sociétés cotées. Intuitivement, au début de notre recherche, nous avons l'impression que ces acteurs dépassent le simple cadre d'observateurs et « donnent le « la » » des orientations stratégiques de secteurs entiers de l'activité économique[130] (les analystes financiers « pensent », « estiment », « suggèrent », « notent », « soulignent » etc.). En ce sens, l'analyse documentaire effectuée nous permet de déceler le pouvoir d'influence considérable de ces acteurs. Au cours de cette première phase, d'autres sources documentaires vont être particulièrement éclairantes. D'une part, il s'agit du guide annuel des carrières en finance[131] (édité par eFINANCIALCAREERS, *job board* spécialisé dans les métiers de la finance) qui présente les principaux métiers en banque et finance de marché. A destination des jeunes diplômés de finance de marché, il est à la fois une source d'information pour saisir les structures pertinentes de l'industrie de l'investissement institutionnel (une partie du guide recense les employeurs et leur politique de recrutement : descriptif des différentes activités de marché, nombre de salariés, nombre de jeunes diplômés recrutés durant l'année précédente, nombre de recrutement prévus pour l'année en cours, formation et compétences requises) mais aussi une première entrée pour saisir les représentations des acteurs. Ce guide est en effet étayé par de nombreux témoignages et « conseils » des professionnels de la finance présentés comme une aide précieuse « *pour bien gérer votre parcours professionnel et éviter les pièges* » car on y apprend que « *les carrières* [de la finance de marché] *y sont aussi variées*

observation or interpretation»

[129] cf. page 60

[130] Les illustrations sont nombreuses. Par exemple, s'agissant de **l'industrie du tabac** : « Certains analystes estiment qu'Altadis doit baisser leurs tarifs et suivre comme Philipp Morris une stratégie agressive.» ; de **l'agroalimentaire** : « Kraft en concurrence avec Nestlé cumule les handicaps, souligne un analyste. » ; **la téléphonie** : « Déçus par son discours boursier, les analystes estiment que Vodafone doit revoir sa stratégie. » ; **la sidérurgie** : « Dans leur étude, les analystes parlent de la remarquable qualité des cadres dirigeants de Mittal et d'une stratégie parfaite. » ; **le luxe** « [à l'idée d'un recentrage sur le luxe pour PPR] C'est une très bonne nouvelle, estime un analyste. La stratégie de Pinault est patrimoniale. En devenant un pur acteur du luxe, la valeur de l'action montera, car le luxe est valorisé par la Bourse beaucoup plus cher que la distribution. Avis partagé par un autre analyste : ils pourraient ensuite vendre Conforama, qui n'enrichit pas leur image, réduire encore la dette et racheter des sociétés de luxe. »

[131] 2003-2004. Ce guide est également publié en anglais pour les structures anglo-saxonnes et particulièrement pour les professionnels de la City (*Carreers in Financial Markets, Your guide to finding a job in banking and finance*, London)

que passionnantes mais la compétition entre les candidats y est souvent difficile. »[132] (Sic). À travers les témoignages des professionnels du secteur, ce guide va nous permettre non seulement d'appréhender les attentes du marché du travail en termes de compétences requises (par exemple, lorsqu'un responsable de la recherche présente « *la différence entre un bon et un mauvais analyste* » - p.29-) mais également de saisir la division du travail au sein de l'industrie financière puisque tous les métiers y sont présentés. Par la suite, les éditions ultérieures nous permettront de déceler les évolutions de ce marché du travail et de confronter ces données avec notre terrain. Nous assistons également à quelques conférences données par une association, le Club des Jeunes Financiers, qui présentent les métiers de l'industrie de l'investissement institutionnel à partir de témoignages de jeunes professionnels.

Ces éléments d'informations seront complétés par *des sources documentaires internes* (informations produites par les organisations ou personnes privées : Baumard *et al*., 1999) que nous utiliserons **lors de la phase intensive** pour construire une typologie des identités au travail d'analystes. Il s'agit tout d'abord de la production écrite des analystes, à savoir leurs rapports que nos interlocuteurs nous remettent presque systématiquement après l'entretien. Ils nous permettent de voir, au-delà des différentes structures, s'il existe des points communs dans leur élaboration formelle (normes de présentation, par exemple) ou dans la construction de l'argumentaire de valorisation des sociétés cotées étudiées. Ensuite, nous recueillons des documents produites par les structures d'analyse financière en général (journal d'entreprise), le service RH (règlement intérieur, procédures écrites sur le recrutement, la formation ou l'évaluation), les responsables de l'analyse financière (fiche de poste, grille d'évaluation d'entretien de recrutement, présentations power-point destinées à leur équipe) et enfin nous demandons aux analystes financiers rencontrés de nous communiquer les documents relatifs à leur entretien annuel d'évaluation et leur contrat de travail. Les documents internes relatifs aux processus RH nous sont particulièrement utiles pour les deux structures de brokerage pour lesquelles nous n'avons pu obtenir d'entretiens. Ils nous permettent de recouper les informations délivrées par les analystes de ces structures mais également de les comparer avec les processus en vigueur dans les deux autres structures où nous avons pu rencontrer les directions de ressources humaines. S'agissant des entretiens annuels d'évaluation, notre demande va permettre de saisir au premier abord la perception de l'utilité qu'en ont les

[132] Sur ce point, nous notons que le guide français reprend de façon atténuée le discours de son pendant anglais qui est présenté (selon notre traduction) comme un « 'must read' pour les étudiants qui trouveront des connaissances leur permettant de rivaliser avec succès dans un marché du travail compétitif ».

analystes : la très grande majorité de nos interlocuteurs nous avouent qu'ils n'ont aucune idée de l'endroit où ils ont placé ce document ou ... qu'ils l'ont jeté à la poubelle. De façon générale, nous n'avons rencontré aucune réticence de la part des analystes ou de leurs responsables pour la fourniture des documents les concernant.

S'agissant des personnes en charge des ressources humaines, nous avons pu constater une certaine réticence dans la communication des documents relatifs à la rémunération ; beaucoup évoquant les risques de fuite vers la concurrence ou les chasseurs de tête. S'agissant des informations documentaires sur les structures dans lesquelles nous n'avions pas obtenu les contacts nécessaires, nous avons tenté de reconstituer les politiques de rémunération à travers la documentation fournie par la presse professionnelle (enquête annuelle de la SFAF sur la rémunération) et les rencontres avec des cabinets de chasseurs de tête (Robert Walters, Michael Page et Robert Half).

L'analyse documentaire est complétée par les brochures publicitaires de présentation de la structure que nous trouvons systématiquement dans le hall d'accueil avant nos entretiens. Ces plaquettes nous renseignent sur la stratégie de communication commerciale des structures : gammes de produits et services à destination de la clientèle (gestion des ordres, exécution des transactions, livraison des instruments financiers...) et ciblage de celle-ci (émetteurs, investisseurs institutionnels). Elles sont également une source de comparaison entre structures dans l'analyse de leur positionnement concurrentiel (Porter, 1986).

L'ensemble de cette documentation a été triangulée avec les données primaires issues de nos entretiens. En complétant les entretiens comme sources d'informations, l'analyse documentaire vise ainsi à obtenir un recueil des données diversifié pour garantir la validité interne de la recherche, axée sur l'authenticité de la représentation de l'objet : perceptions et actions contextualisées des acteurs (Hlady Rispal, 2002, p.103 et 116). Cette documentation nous permet d'une part de vérifier certaines informations fournies par les répondants et d'autre part, de noter les convergences et divergences entre ce qui est perçu par les acteurs et ce qui est affiché.

Dans l'élaboration de notre démarche méthodologique, nous tentons de situer notre approche par rapport à celles d'autres travaux de recherche. Les deux seuls travaux doctoraux français portant à notre connaissance sur les analystes financiers sont ceux de Chambost

(2007) et Galanti (2006). Ces chercheurs ont voulu comprendre d'une part, comment se formait le jugement des analystes et d'autre part, pourquoi ces acteurs montraient une propension au biais optimiste dans leurs recommandations. Il est intéressant de noter qu'aucun de ces deux chercheurs ne souhaite mobiliser de façon exclusive telle ou telle méthodologie. Par exemple, si Galanti (2006) a établi grâce à une étude par questionnaire un modèle microéconomique de l'information expliquant le biais optimiste des analystes financiers, il a également procédé à des enquêtes de terrain par voie d'entretiens pour « capter des représentations, c'est-à-dire la façon qu'ont les acteurs de justifier leurs actions et leurs décisions » (p.122). L'auteur note que pour recueillir ces informations, « l'outil approprié est « l'oreille, plutôt que l'œil » (Neale, 1987), car les mobiles d'action ne sont pas directement observables dans les bases de données de prévisions » (Ibid.).

2. L'analyse des informations

Celle-ci prend la forme d'une analyse de contenu et (de manière plus restreinte) d'une analyse de discours des retranscriptions de nos entretiens et des documents que nous avons recueillis. Cette méthode est particulièrement recommandée pour l'étude des représentations sociales comme le soulignent Ehrlich : « *la représentation est médiatisée par le langage* » (1972, p.308) ou encore Molinier *et al.* : « *L'analyse de contenu des productions discursives ou textuelles relatives à un objet doit permettre le décodage de ce langage et le repérage des éléments de la représentation de l'objet.* » (2002, p.85). Elle permet en outre « *de limiter la tendance à la subjectivité du chercheur face à un corpus de données textuelles* » et poursuit un triple objectif « *d'objectivité, de systématisation et de généralisation des résultats* » (p.88).

Notre analyse des « données » commence dès les premiers entretiens de la phase exploratoire (ce que Miles et Huberman, 1991 qualifient de « *early steps in analysis* ») et nous avons par la suite vérifié et précisé notre codage avec les entretiens de la phase intensive. A ce sujet, Demers (2003) souligne qu'il faut éviter d'attendre la fin des entretiens pour commencer l'analyse des données. Le chercheur se trouve en effet vite absorbé par une grande quantité de données et court le risque de ne pouvoir affiner sa compréhension du phénomène ou de perdre de vue certaines informations. S'agissant des entretiens de la phase intensive, nous avons adopté une démarche plus inductive pour commencer l'analyse en

attendant d'avoir obtenu suffisamment de données « pour appuyer de façon non équivoque une configuration ou un élément conceptuel » (Miles et Huberman, *op.cit.*, p. 139).

Pour chacune de ces étapes, nous assurons un même mode de traitement des données fondé sur une **analyse thématique** définie par D'Unrung (1974, p.23) comme « *un mode d'analyse centré sur les notions ou thèmes évoqués à propos d'un objet d'étude. Il s'agit d'obtenir des informations sur cet objet, quel qu'il soit : comment il est vécu par des personnes ou des groupes, les opinions et croyances avancées, les systèmes explicatifs fournis...* » . Cette analyse nous permet, à partir des verbatim, de comparer de manière systématique les informations recueillies auprès de chaque répondant, entre répondants d'une même structure ou de différentes structures. Cette analyse systématique et comparative est indispensable pour « *dépasser la variabilité des discours individuels* » en permettant d'accéder à des « *significations communes qui sont le fondement même de toute représentation sociale* » (Molinier *et al.*, *op. cit.*, p.85). Ceci implique de définir précisément les unités et catégories d'analyse qui vont prendre la forme de thèmes regroupant « des unités de sens choisies par le chercheur ayant une signification proche ou référant (au sens large) aux mêmes aspects d'un phénomène » (Allard-Poesi, 2003, p. 265) afin de permettre leur comparaison avec d'autres verbatim (Ghiglione et Matalon, 1998, p.185). Le mode de découpage des verbatim est guidé par la problématique et les hypothèses du chercheur (Molinier *et al.*, *op. cit.*, p.95). La détermination a priori des thèmes[133] s'effectue grâce à la grille CORE qui permet de recenser dans leur globalité les différentes dimensions des modes de gestion du travail et permet ainsi de répondre à notre question de recherche.

[133] Ceci renvoie à la distinction entre deux types de procédures d'analyse de contenu : « close » et « ouverte » (Ghiglione et Matalon, p.173). Ces auteurs notent que les premières font intervenir des catégories définies préalablement à l'analyse issues de la formulation préalable d'hypothèses, et les secondes qui n'en font pas intervenir « ayant par là même un caractère purement exploratoire ». Cependant, comme nous l'indiquons plus loin, notre processus de codage n'est pas exclusivement clos dans la mesure où nous intégrons par la suite les thèmes « émergents » qui ressortent de l'analyse des verbatim. A ce sujet, Molinier *et al.*, 2002 notent que dans les procédures ouvertes, aucune hypothèse ne guide l'analyse et le chercheur « se centre sur la mise en évidence des différents aspects du discours et doit faire une analyse beaucoup plus systématique de façon à dégager la diversité de ce discours » (p.88). Cependant, pour ces auteurs, cette distinction procédure close/procédure ouverte est à relativiser dans la mesure où même dans une procédure ouverte existe une hypothèse : l'existence d'une représentation sociale dans la population étudiée. Il ne s'agit pas pour ces auteurs d'arrêter une décision définitive entre deux types de procédures mais de « l'adaptation à des contraintes imposées par le contexte global de la recherche » et principalement ses objectifs.

Elle s'effectue pour chaque entretien pris séparément (**analyse thématique verticale**) puis pour l'ensemble des entretiens (**analyse thématique horizontale ou transversale**). Dans le cadre de cette analyse thématique horizontale, nous croisons les différentes sources d'informations en notre possession afin de les comparer au sein d'une même structure (par exemple : les discours d'analystes juniors, seniors et leur responsable hiérarchique), entre structures (par exemple : les discours relatifs aux modes de rémunération ou au recrutement). Cette seconde comparaison entre les verbatim traités à partir des mêmes thèmes de la grille CORE permet d'identifier si les structures adoptent les mêmes modes de gestion ; quelles sont les convergences et divergences dans les systèmes de représentation des analystes.

Nous fournirons des informations beaucoup plus détaillées sur les méthodes de recueil et de traitement des données que nous avons utilisées comme sur la manière dont nous avons construit notre échantillon en présentant dans des développements ultérieurs très concrètement notre démarche de recherche empirique. Nous conclurons ici cette partie destinée à définir les cadres qui ont guidé cette démarche empirique en rappelant la manière dont ceux-ci se situent dans les débats épistémologiques et méthodologiques qui traversent l'ensemble des sciences de gestion.

Trois paradigmes de recherche sont traditionnellement identifiés dans les recherches en sciences de gestion, comme l'illustre le tableau ci-dessus :

	Positivisme	*Courant interprétatif*	*Constructivisme*
Nature de la réalité (ontologie)	La réalité est une donnée objective indépendante des sujets qui l'observent	La réalité est perçue/interprétée par des sujets connaissants	La réalité est : - une construction de sujets connaissants qui expérimentent le monde ; - co-construction de sujets en interaction
Relation chercheur/objet de la recherche (épistémologie)	Indépendance : le chercheur n'agit pas sur la réalité observée	Empathie : le chercheur interprète ce que les acteurs disent ou font qui, eux-mêmes, interprètent l'objet de la recherche	Interaction : le chercheur co-construit des interprétations et/ou des projets avec les acteurs
Projet de connaissance **Processus de construction des connaissances**	Décrire, Expliquer, Confirmer Fondé sur la découverte de régularités et de causalités	Comprendre Fondé sur la compréhension empathique des représentations d'acteurs	Construire Fondé sur la conception d'un phénomène/ projet

Tableau 9 : Les trois paradigmes de recherche en sciences de gestion
Giordano *et al.* (2003, p. 25)

Notre recherche vise à comprendre comment s'opère, au sein des structures de l'industrie de l'investissement institutionnel, la gestion du travail des analystes financiers et quelle influence exerce ce mode de gestion sur la production des analystes. Nous pensons que les actions des analystes financiers sont immergées dans des structures à la fois fortement contraignantes et « habilitantes » (Giddens, 1987). Celles-ci vont déterminer leurs modes de gestion du travail et être le lieu d'interactions répétées de leurs membres contribuant à l'activation de ressources, normes et significations. L'analyste financier inscrit son action, l'analyse financière, au sein des marchés financiers à partir des structures dans lesquelles il est recruté, évalué, rémunéré, promu.

De prime abord, nous pourrions qualifier notre démarche d'interprétative ou « anti-positiviste » car pour Giordano *et al.* (*op. cit.* , p.176) les chercheurs se plaçant dans ce cadre « *conçoivent l'organisation comme une réalité construite socialement* [et] *tentent d'accéder*

aux représentations des acteurs, de découvrir les différentes significations de l'univers organisationnel qui sont construites localement et collectivement. Ici, l'objectif est la compréhension approfondie de phénomènes organisationnels contextualisés » (souligné par nous). Nous considérons bien les phénomènes organisationnels que nous étudions comme liés en grande partie aux représentations d'acteurs. La psychologie sociale (Moscovici, 1984, 1986), dont est issu ce concept, définit les représentations comme un système de connaissances basé sur des valeurs, opinions et croyances partagées par un groupe. Elle permet aux chercheurs d'analyser scientifiquement les pratiques individuelles et collectives (Ruano-Borbalan, 1993). Elles sont nécessairement liées à l'action car elles déterminent les processus d'interprétation qui vont permettre à l'individu et au groupe « *de statuer immédiatement en vue d'une action ou réaction* » (Ibid.). Jodelet (1993) définit ainsi les représentations sociales comme une « forme de connaissance courante » présentant des caractéristiques bien établies de description, explication et organisation de l'environnement afin d'orienter les conduites et les communications. Notre volonté de situer les représentations des acteurs, analystes financiers et personnes qui les gèrent, au centre de notre dispositif de recherche nous a conduit à adopter une démarche d'interaction. Cela supposait de confronter nos interprétations avec eux afin de les faire participer à la construction de notre recherche, en leur donnant systématiquement la possibilité de relire la transcription de leurs entretiens ou des différentes communications que nous avons présentées, mais également en sollicitant l'expertise de certains d'entre eux dans l'explication de phénomènes ou d'outils de finance de marché. Cette collaboration nous a semblée fondamentale dans un sujet aussi complexe et emprunte en même temps la démarche de Giddens pour qui l'explication scientifique n'est pas foncièrement détachée de celle des acteurs. À ce sujet, l'auteur (p.44) parle d'entrelacement plus ou moins marqué entre les théories des sciences sociales et « théories-en-usage » tout en spécifiant que le chercheur peut mobiliser des concepts explicatifs qui ne sont pas ceux que les acteurs utilisent (« *lorsqu'ils expriment de façon discursive les théorie- en -usage* ») notamment parce que ces derniers n'en ont pas nécessairement conscience. Mais parce que nous adhérons totalement dans notre démarche à l'ensemble des propos de Giddens (*op. cit.*) lorsqu'il souligne « *toutes les explications doivent au moins contenir des références implicites aux buts et aux raisons d'agir des agents* ***ainsi qu'aux liens de ces conduites avec les éléments contraignants et habilitants des contextes social et matériel dans lesquels elles s'accomplissent.*** » (p.237) dont nous avons souligné la seconde partie, nous nous situons sans doute dans un paradigme moins interprétativiste. Pour formuler très simplement notre propos bien que nous considérions que l'acteur enacte toujours son environnement (paradigme

interprétatif), qu'il contribue à le construire symboliquement mais aussi matériellement, concrètement (paradigme constructiviste), nous ne doutons pas que cet environnement, ce contexte le structure, le contraigne et l'habilite aussi (paradigme positiviste et déterministe). Bien que le « contexte » soit toujours représenté et construit (intentionnellement ou non), il s'inscrit dans une histoire collective longue, il engage des espaces et des durées étendus et ne se limite pas aux fruits des interactions des acteurs en co-présence. Nous préférons donc finalement, comme nous l'avons déjà souligné, nous situer dans le paradigme riche et complexe de la dualité du structurel, de la structuration, tel que le propose Giddens et abandonner des distinctions plus traditionnelles dans notre discipline.

2. La démarche de la recherche empirique

A) Les étapes de la recherche : de la phase exploratoire à la phase intensive

Notre design de recherche comprend deux grandes étapes d'étude empirique. La phase exploratoire s'est déroulée de décembre 2003 à avril 2004 et avait pour objectif de comprendre le champ de l'industrie de l'investissement institutionnel en identifiant les structures pertinentes tout en essayant d'appréhender les modes de gestion des deux principaux acteurs identifiés dans la revue de littérature : analystes *sell-side* et *buy-side* et gestionnaires de fonds. S'agissant de la seconde étape que nous qualifions d'intensive, elle visait à l'analyse, sur un échantillon plus large, des modes de gestion des analystes financiers *sell-side* et à la construction d'une typologie des identités au travail de ces acteurs. Cette approche intensive s'est déroulée de septembre 2004 à juin 2007. Le tableau 10 ci-dessous recense les différents acteurs rencontrés au cours de ces deux phases.

ETAPE EXPLORATOIRE : COMPREHENSION DU CHAMP DE L'INDUSTRIE DE L'INVESTISSEMENT INSTITUTIONNEL (2003-2004)	
Salariés interviewés dans les entreprises d'investissements : gestionnaires de fonds et analystes financiers	9 analystes sell-side et 3 buy-side 6 gestionnaires de fonds
Personnes chargées de la gestion de ces salariés	2 DRH de banques d'investissement 2 Responsables hiérarchiques d'analystes financiers (compris dans les 9 AF sell-side)
Experts interviewés	1 président d'une association professionnelle (SFAF) 1 spécialiste de la communication financière 2 responsables de cabinets de chasseurs de tête
TOTAL PHASE EXPLORATOIRE	**24 entretiens**
ETAPE INTENSIVE : LA GESTION DU TRAVAIL DES ANALYSTES FINANCIERS SELL-SIDE (2004-2007)	
Entretiens avec des analystes sell-side Dont responsables de la recherche	35 4
Responsables ressources humaines de firmes de brokerage et banque d'investissement	3
TOTAL PHASE INTENSIVE	**38 entretiens**
→ Identification des modes de gestion sur un échantillon plus large ***→ Construction d'une typologie des identités au travail d'analystes***	

Tableau 10 : Les étapes de l'étude empirique

Nous avons, tout au long de cette notre étude empirique, adopté une démarche hybride visant à procéder à des allers-retours entre l'état de l'art et l'analyse des données issues des entretiens semi-directifs ou des études documentaires. Il s'agissait de confronter notre étude de terrain à l'étude préalable de la littérature. Il semble utile pour le chercheur de posséder une perspective théorique afin d'aborder la recherche empirique. Cette démarche itérative se justifie lorsque « *le chercheur a initialement mobilisé des concepts et intégré la littérature concernant son objet de recherche. Il va s'appuyer sur cette connaissance pour donner du sens à ses observations empiriques.* » (Charreire et Durieux, 1999 p.69). L'existence d'une littérature abondante ayant adopté des présupposés sur les objets de notre recherche va constituer la « base » de notre démarche itérative. Ces présupposés théoriques concernent organisations et acteurs de l'industrie financière et nous rappellent l'existence :

- décrite en termes de relation d'agence de nombreux dysfonctionnements (principalement les conflits d'intérêt), qui trouvent leur source dans certaines modalités organisationnelles et la volonté de les traiter en parvenant à une

certaine efficience (littérature juridique dont le postulat sous- jacent est le modèle néo-classique) ;

- d'analystes « star » (les plus performants pour le modèle néo-classique, les salariés qui cumulent au sein des entreprises positions de pouvoirs et importants revenus pour le courant sociologique) ;
- de mécanismes de socialisation au travail dans les salles de marché et de pratiques de rémunération spécifiques (courant sociologique) ;
- de compétences attendues de la part des analystes financiers dans le modèle néo-classique.

Goyette et Botin[134](1997) caractérisent cette première phase de la collecte des données comme suit : « *le chercheur arrive sur le terrain d'enquête muni d'un cadre conceptuel embryonnaire et d'une série de questions générales. Au fur et à mesure qu'il pose ses questions et observe la conduite des acteurs, le chercheur dégage une série de réponses, mais celles-ci sont contradictoires, floues ou ambigües. Il s'attaque à ces contradictions en conduisant des entretiens avec d'autres acteurs, en refaisant quelques entretiens avec le premier groupe de répondants, en confrontant un de ses informateurs principaux aux données contradictoires...* » (p. 67). Ensuite, lors de la phase intensive, nous retravaillons notre guide d'entretien afin de le présenter à une population élargie, ce qui permet de dégager certains thèmes et éléments clé « grâce aux réponses aux questions et aux explications fournies par les acteurs ». (Molinier *et al.*, 2002, p. 55). Enfin, nous procédons à un tri et un affinage des données récoltées « *par le moyen de ce même procédé d'induction analytique, jusqu'à ce que l'explication dégagée soit la plus cohérente et la plus plausible et que les nouvelles données soient en grande partie redondantes : les indices convergent et se complètent.* » (Goyette et Botin, *op. cit.*, p. 67)

B) L'échantillonnage

Comme nous l'avons noté plus haut, au moment où nous commençons notre enquête en 2003, il y a en France 314 anaystes, répartis majoritairement entre quatre sociétés de courtage filiales de grandes banques d'investissement. Pour pouvoir dresser un portrait de

[134] Ces auteurs dans leur manuel de « recherche qualitative » s'appuient en grande partie sur les travaux d'Huberman et Miles.

leurs modes de gestion, pour analyser la manière dont ces modes de gestion influencent les représentations, les pratiques et les productions des analystes, nous avons tenté de rencontrer dans chacune des sociétés de courtage, des responsables de l'analyse financière, des analystes senior et des analystes junior. Pour comprendre le champ de l'analyse, nous avons aussi voulu interviewer une grande diversité d'acteurs : gestionnaires de fonds clients d'analystes, institutions de régulation et de formation, chasseurs de tête, responsables ressources humaines de banques d'investissement.

Notre méthode d'échantillonnage, même si elle ne prétend pas à une représentativité qu'aurait seule pu assurer un échantillon aléatoire plus large, est guidée par la volonté de sélectionner des acteurs représentatifs de la population étudiée. (Ghiglione et Matalon, *op.cit.*, p. 29). La construction de l'échantillon s'opère à partir de l'étude de la revue de littérature professionnelle, riche en éléments quantitatifs et qualitatifs sur la population étudiée. Le Guide AGEFI des professionnels de l'industrie financière constitue la référence principale. Cet « annuaire de la finance » recense l'ensemble des entreprises d'investissement basées à Paris avec des données relatives aux configurations organisationnelles des firmes de *brokerage* (PDG, responsables des fonctions opérationnelles et d'appui) et ayant trait aux analystes employés (nombre, divisions sectorielles, responsables de secteurs, responsables de la recherche). Nous nous appuyons également sur les rapports d'institution de régulation (notamment l'AMF qui a consacré en 2005 un rapport complet sur le secteur de l'analyse financière française) ou encore la Société Française des Analystes Financiers qui publie dans sa revue *Analyse Financière* de façon régulière des données chiffrées sur la profession[135].

Notre échantillon va englober tout d'abord les acteurs de l'industrie de l'investissement institutionnel étudiés lors la phase exploratoire ; et par la suite lors de la phase intensive, les analystes financiers *sell-side* opérant dans les structures françaises de *brokerage.*

---

[135] Notamment :
fiches-métiers publiés en collaboration avec des cabinets de chasseurs de têtes ;
Chassagne F. (2001), « Analyste qui es-tu ? » : répartition juniors/seniors (ancienneté professionnelle) ;
de Waël (2001), « Aujourd'hui, plus qu'hier et bien moins que demain » : répartition par âge des analystes sell-side ;
Colli V. (2003), « Les défis de l'analyste sell-side ». Vally Colli, membre du cabinet de chasseurs de têtes « Vendôme associés » et spécialiste du recrutement des analystes sell-side nous a fourni également ses propres données chiffrées. Qu'elle en soit remerciée.

Lors de la phase exploratoire

Construit parallèlement à l'élaboration du guide d'entretien, **l'échantillonnage de départ** se devait de refléter la diversité des acteurs présents dans l'industrie de l'investissement institutionnel. Il visait à recueillir une diversité des points de vue qui permette dès le départ une base de comparaison des données facilitant l'analyse (Demers, 2003, p.192). Les entretiens de la phase exploratoire se sont déroulés d'avril 2003 à juillet 2003 puis de janvier 2004 à avril 2004 dans un contexte d'un marché financier baissier subissant encore les contrecoups de l'éclatement en 2001 de la bulle spéculative liée aux valeurs technologiques (« bulle Internet ») mais avant la crise des subprimes apparue à l'été 2007. Le contexte de l'année 2003 explique notre difficulté initiale à investir le terrain du fait des restructurations qui ont suivi le retournement du marché. De nombreux analystes ont dû quitter leur emploi en raison de la fermeture de certains bureaux à l'étranger ou de l'abandon par la structure de *brokerage* de segments de couverture de valeurs (par exemple, à l'échelle internationale ou ayant trait à un secteur entier). Les analystes « épargnés » n'étaient donc pas forcément enclins à évoquer avec nous leur travail au sein d'une structure dont ils ne savaient pas s'ils allaient encore en faire partie dans un court horizon... De façon générale, nous avons ressenti à cette époque une certaine méfiance de la part de nos interlocuteurs lors de la prise de contact et de la demande de rendez-vous. Cette méfiance résultant de leur volonté de prendre de la distance vis-à-vis des journalistes qui ne les avaient pas épargnés suite aux errements de la bulle Internet et aux scandales financiers révélés en 2002[136] (Enron, Vivendi, Parmalat, Worldcom...). Elle s'explique également par l'absence de familiarité de cette population avec des recherches scientifiques basées sur des interviews. Les premiers contacts que nous avons eus nous ont révélé leur étonnement, voire leur incrédulité quand nous leur avons exposé l'objet de notre recherche. Notre premier accès au terrain doit beaucoup à un gestionnaire de fonds d'une grande banque européenne, professeur associé dans une université, rencontré en janvier 2003 lors d'un débat sur les relations investisseurs-sociétés cotées. Celui-ci nous a introduit auprès de ses confrères gestionnaires et analystes *buy-side* et *sell-side* avec qui il était en relation professionnelle. Par la suite, la rencontre avec ces relations nous a permis de les solliciter pour qu'ils nous indiquent à leur tour des professionnels susceptibles de répondre à nos demandes d'entretien. Notre échantillonnage fut

[136] Exemples de titres d'articles repérés dans la presse financière ou généraliste à cette époque : « Analystes financiers : de la grandeur au gouffre », « Peut-on encore faire confiance aux analystes financiers ? », « Le blues des analystes financiers » etc.

guidé par la volonté de saisir l'ensemble des structures de l'industrie de l'investissement institutionnel et les acteurs pertinents : les analystes financiers *sell-side* dont la revue de littérature avait fait émerger l'importance dans cette industrie. En même temps, comprendre la structuration de cette industrie à travers la division du travail dans laquelle s'inscrivaient les analystes financiers, nécessitait de tenir compte d'une catégorie plus large d'acteurs. En premier lieu, il s'agissait des gestionnaires de fonds dont nous avons vu que leur travail était guidé par les analystes financiers. Ensuite, il s'agissait de déterminer les personnes chargées de leur gestion : responsables des ressources humaines et surtout responsables de l'analyse financière. Enfin, nous avons voulu tenir compte d'acteurs, qui bien que n'entrant pas dans le processus de production, pouvaient nous guider dans l'investigation du champ de la finance de marché : membres d'institutions de régulation de la profession et des marchés financiers (structures identifiées dans notre revue de littérature) ou de cabinets de chasseurs de têtes spécialisés dans les métiers de la finance. Nous avons interrogé douze analystes buy-side et sell-side et six gérants de portefeuilles ainsi que les personnes chargées de leur gestion : nous avons rencontré deux DRH de banques multi-capacitaires et deux responsables de la recherche qui assurent le management de leur équipe d'analystes.

Dans cette première phase exploratoire, l'échantillonnage des analystes sell-side a été guidé par la volonté d'interviewer autant de juniors que de seniors. Le terme « junior » dans la littérature professionnelle désigne les analystes financiers ayant moins de cinq années d'ancienneté. Celui de senior désigne les analystes financiers avec une expérience significative comprise entre cinq et dix ans, voire plus (Chassagne, 2001[137]). Les responsables de la recherche sont compris dans cette seconde catégorie. Le positionnement en termes de secteurs ou de capitalisations couvertes ne nous ait pas apparu comme un critère discriminant. En effet, la revue de littérature relative au travail des analystes *sell-side* (par exemple, celle décrivant les mécanismes de conflits d'intérêt ou encore celle basée sur des études économétriques) n'avait aucunement montré l'importance de ces critères. Les structures dans lesquelles évoluaient ces analystes étaient toutes des filiales *brokerage* de grandes banques françaises puisque la revue de littérature nous a permis de constater que c'étaient ces structures qui dominaient le marché français de l'intermédiation financière. Cette constatation nous a donc conduits à interroger **les directeurs de ressources humaines** de l'activité « marchés financiers » de deux grandes banques françaises.

[137] Cet auteur note que la population des *sell-side* se répartit équitablement entre juniors et seniors en relevant que 52 % des analystes exercent ce métier depuis plus de 10 ans et que 44 % sont âgés de moins de 35 ans.

Tableau 11 : Echantillonnage entretiens exploratoires
Analystes financiers sell-side

Secteurs	Age	Ancienneté dans l'analyse financière	N°
Banque	57	25	[ASS_senior_banque_1]
Matériaux de construction	32	3	[ASS_junior_banque_2]
Small et mid cap	28	2	[ASS_junior_banque_3]
Pharmacie	45	15	[ASS_senior_banque_4]
Distribution	33	4	[ASS_junior_banque_5]
Hôtellerie	27	2	[ASS_junior_banque_11]
Banque	52	20	[ASS_senior_banque_7]
Aéronautique/Défense	48	22	[ASS_senior_banque_8]
Automobile	30	4	[ASS_junior_banque_6]
TOTAL juniors	**5**		
TOTAL seniors	**4**		

L'échantillonnage des analystes *buy-side* et des gestionnaires de fonds a été guidé par le souci de couvrir les structures représentatives de la gestion institutionnelle de l'épargne en France : filiales *Asset management* de banques françaises et européennes (deux banques françaises et une européenne), compagnies d'assurance et structures de gestion moyenne (moins d'une dizaine de gérants)[138]. Nous n'avons pas décelé dans la littérature professionnelle de critère d'ancienneté précis permettant de distinguer plusieurs catégories de gestionnaires de fonds en fonction de la durée de leur expérience professionnelle comme il en existe concernant les analystes *sell-side*. Nous choisissons alors de segmenter cette population à partir d'une durée d'expérience professionnelle d'au moins dix ans pour les seniors et de moins de dix pour les juniors. Quant aux analystes *buy-side*, le même flou existe dans l'identification du critère d'ancienneté professionnelle puisque la littérature professionnelle nous apprend que c'est un métier qui s'exerce après une expérience « significative » dans le *sell-side*.

[138] Nous qualifions ces deux derniers types de structures d' « indépendantes » pour les distinguer des filiales *asset management* des banques

Tableau 12 : Echantillonnage entretiens exploratoires
Analystes financiers *buy-side* et gestionnaires de fonds

Structure	Age	Ancienneté dans la gestion d'actifs	N°
Compagnie d'assurance	48	20	[GF_sen_sogeind_1]
Filiale asset management banque 1	53	17	[GF_sen_banque_ 2]
Société de gestion moyenne	36	4	[GF_jun_socgestind_3]
Filiale asset management banque 1	35	5	[GF_jun_banque_4]
Filiale asset management banque 2	44	12	[GF_sen_banque_5].
Filiale asset management banque 3	54	25	[GF_sen_banque_6]
Compagnie d'assurance	49	21	[ABS_sen_sogeind_9]
Filiale asset management banque 2	30	4	[ABS_jun_banque_10]
Filiale asset management banque 3	30	4	[ABS_jun_banque_11]
TOTAL juniors	**4**		
TOTAL seniors	**5**		

Enfin, il nous a été aisé de repérer **les institutions de régulation de la profession**[139]. Stricto-sensu, il s'agissait de la Société Française des Analystes Financiers (pour les analystes financiers) et l'Association Française pour la Gestion Financière (organisation professionnelle de la gestion pour compte de tiers qui réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, collective ou individualisée sous mandat). Nous avons interrogé le Président de la SFAF ainsi que le délégué général de l'AFG. Plus généralement, le terme d'institution de régulation désigne également les autorités administratives indépendantes chargées du contrôle des structures et acteurs (AMF, Commission Bancaire, CECEI[140]). Il ne nous a pas été possible de rencontrer ces acteurs. Cette limite a été compensée par une étude documentaire sur les rapports proposés par ces institutions et ayant trait aux structures et acteurs de l'industrie financière.

[139] Codes retenus lors de la citation des verbatim : [IR_1] ; [IR_2].
[140] Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement chargé de l'agrément des banques.

Lors de la phase intensive

Lors de la phase intensive, nous nous sommes concentré sur une seule catégorie d'acteurs : les analystes *sell-side* opérant dans les sociétés de *brokerage* filiales de banques d'investissement françaises. Les mêmes principes que ceux évoqués précédemment lors de l'étude de la phase exploratoire nous ont conduits à la constitution de notre échantillonnage : autant de juniors que de seniors, distinction des responsables d'équipes, tout cela sans distinction des sociétés, secteurs ou capitalisations couverts par les analystes. Cependant, nous avons scindé les structures d'analyse financière en deux groupes : celles qualifiées de moyennes et les grandes. Cette délimitation résulte de deux critères : la taille des équipes d'analystes et la part de marché déterminée par le volume des transactions effectué annuellement. L'étude du guide AGEFI des professionnels de l'investissement mais surtout les entretiens menés au cours de la phase exploratoire nous ont appris que ces deux types de structures se partageaient l'essentiel du marché français de l'intermédiation financière même si subsistent à la marge des petites structures, bureaux parisiens de banques américaines et européennes (belge, suisse, italienne, allemande[141]) mais dont l'essentiel de l'activité est concentré sur d'autres places financières (par exemple, Londres pour les banques américaines). Les structures représentatives du marché français sont en grande majorité filiales de groupes bancaires français et emploient à elles seules 314 analystes sur les 545 *sell-side* recensés par le guide Agéfi 2005 des professionnels de la finance. Nous scindons donc ces structures entre celles employant moins de trente analystes (structures moyennes) et celles employant de trente-cinq à moins de cent analystes (grosses structures[142]). La codification des verbatim s'opère de la manière suivante :

- **A** (analyste sans responsabilité) et **R** (chef des analystes) : **statut ;**
- Le **numéro** pour identifier l'entretien ;
- **S** (senior) et **J** (junior) : **ancienneté**;
- **G** (grosse structure) et **M** (moyenne structure): **taille de l'entreprise de *brokerage***.

Par exemple, l'analyse identifié « A27SM » est un homme senior opérant dans une structure moyenne. L'analyse identifié « A14JG » est un homme junior opérant dans une grande structure etc. Soulignons que nous avons isolé le critère de genre sachant toutefois que nous n'avons pas réussi à rencontrer davantage de femmes analystes et donc constituer notre

[141] Il s'agit principalement de Dexia, l'Union des Banques Suisses (UBS), San Paolo IMI et Deutsche Bank.
[142] Ce chiffre extrême est rarement atteint sur le marché français sauf pour une structure qui compte un peu plus de 90 analystes. Les chiffres oscillent plus aux alentours de 60 analystes présents effectivement sur la place parisienne.

échantillonnage en proportion de leur présence réelle au sein des structures qui se situe entre 15 et 20 %[143].

Tableau 13 : Echantillonnage des entretiens de la phase intensive

Analystes	Codification
Analyste 2 : homme, responsable d'équipe d'analystes, senior, grosse structure	**R2SG**
Analyste 4 : homme, responsable d'équipe d'analystes, senior, grosse structure	**R4SG**
Analyste 18 : homme, responsable d'équipe d'analystes, senior, **structure moyenne**	**R18SM**
Analyste 12 : homme, responsable d'équipe d'analystes, senior, **structure moyenne**	**R12SM**
Analyste 3 : homme, junior, grosse structure	**A3JG**
Analyste 14 : homme, junior, grosse structure	**A14JG**
Analyste 15 : homme, junior, grosse structure	**A15JG**
Analyste 30 : homme, junior, grosse structure	**A30JG**
Analyste 1 : homme, junior, grosse structure	**A1JG**
Analyste 22 : homme, junior, grosse structure	**A22JG**
Analyste 31 : homme, junior, grosse structure	**A31JG**
Analyste 25 : homme, junior, **structure moyenne**	**A25JM**
Analyste 28 : homme, junior, **structure moyenne**	**A28JM**
Analyste 36 : homme, junior, **structure moyenne**	**A36JM**
Analyste 17 : homme, junior, **structure moyenne**	**A17JM**
Analyste 21 : homme, junior, **structure moyenne**	**A21JM**
Analyste 19 : homme, junior, **structure moyenne**	**A19JM**
Analyste 5 : homme, junior, **structure moyenne**	**A5JM**
Analyste 10 : homme, junior, **structure moyenne**	**A10JM**
Analyste 13 : homme, junior, **structure moyenne**	**A13JM**
Analyste 20 : homme, junior, **structure moyenne**	**A20JM**
Analyste 6 : homme, senior, grosse structure	**A6SG**
Analyste 7 : homme, senior, grosse structure	**A7SG**
Analyste 8 : homme, senior, grosse structure	**A8SG**
Analyste 9 : homme, senior, grosse structure	**A9SG**
Analyse 11 : homme senior, grosse structure	**A11SG**
Analyste 32 : homme senior, grosse structure	**A18SG**
Analyste 24 : homme, senior, **structure moyenne**	**A24SM**
Analyste 26 : homme, senior, **structure moyenne**	**A26SM**
Analyste 27 : homme, senior, **structure moyenne**	**A27SM**
Analyste 29 : homme, senior, **structure moyenne**	**A29SM**
Analyste 16 : homme, senior, **structure moyenne**	**A16SM**
Analyste 33 : femme, senior, grosse structure	**A33SG**
Analyste 34 : femme, junior, grosse structure	**A34JG**
Analyste 35 : femme, senior, **structure moyenne**	**A35SM**

[143] Pour mesurer la proportion de femmes opérant dans les équipes d'analystes de structures moyennes et grandes, nous prenons le guide AGEFI en les isolant grâce à leur prénom. Par exemple, pour une grosse structure, nous avons 18 femmes sur 91 analystes soit un pourcentage de 18,68. Notons toutefois l'absence de femmes aux postes de responsable de bureau, et leur quasi absence dans les postes de responsable de secteurs-manager d'équipes d'analystes (2,66% pour les grosses structures).

L'agrégation des entretiens des phases exploratoire et intensive

Pour construire une typologie des identités au travail et identifier les modes de gestion des analystes *sell-side*, nous avons agrégé concernant cette catégorie d'acteurs les entretiens de la phase exploratoire et ceux de la phase intensive pour aboutir alors à un nombre total d'entretiens d'analystes *sell-side* de 43 : 8 issus de la phase exploratoire[144] et 35 issus de la phase intensive. Nous aboutissons alors à 22 entretiens avec les analystes juniors (4 pour la phase exploratoire, 18 pour l'intensive), 17 avec les seniors (3 pour la phase exploratoire et 14 pour la phase intensive) et 4 avec les managers d'équipes d'analystes. Le tableau ci-dessous recense la répartition de la population au sein des différentes structures de courtage :

Structures	**Analystes juniors** *Codifications et nombre*	**Analystes seniors** *Codifications et nombre*	**Responsables de l'analyse** *Codifications et nombre*	**Responsables RH** *Codifications et nombre*
1 Grosse structure	[ASS_junior_banque_2] A3JG-A14JG-A15JG-A34JG	[ASS_senior_banque_1] A6SG-A7SG-A8SG	R2SG	DRH 1
	5	**4**	**1**	**1**
2 Grosse structure	[ASS_junior_banque_3] A30JG-A1JG-A22JG-A31JG	[ASS_senior_banque_4] A9SG-A11SG-A18SG-A33SG	R4SG	
	5	**5**	**1**	
3 Structure moyenne	[ASS_junior_banque_5] A25JM-A28JM-A36JM-A17JM-A21JM	[ASS_senior_banque_7] A24SM-A26SM-A35SM	R18SM	DRH2
	6	**4**	**1**	**1**
4 Structure moyenne	[ASS_junior_banque_11] A19JM-A5JM-A13JM-A20JM- A10JM	[ASS_senior_banque_8] A27SM-A29SM-A16SM	R12SM	
	6	**3**	**1**	
TOTAL	**22**	**17**	**4**	**2**
	43			**2**

Tableau 14 : Répartition de l'échantillonnage en fonction des structures

[144] Sur les 9 entretiens de la phase exploratoire, nous choisissons de ne pas tenir compte de celui d'un analyste junior [ASS_junior_banque_6] qui n'a répondu que très partiellement à nos questions.

C) La construction du guide d'entretien

C'est à partir de la problématique et des questions de recherche que va s'élaborer notre guide d'entretien. En tant qu'incarnation des orientations et de la stratégie de notre recherche, il doit être justifié. Ce guide a évolué au cours des différentes étapes de notre recherche, phase exploratoire, et phase intensive, matérialisées par notre design de recherche[145]. Demers, *op.cit.* souligne en effet que celui-ci doit être appréhendé comme « *un outil dynamique qui évolue durant la recherche au fil des découvertes que fait le chercheur au cours de ces entretiens* » (p.191). Construit à partir d'une question initiale ouverte (« J'aimerais que nous parlions de votre métier »), celui-ci prend appui sur la grille CORE présentée en 1997 par Bournois et Brabet (pp. 2733-2736) qui permet de recenser grâce à une déclinaison de thèmes dans leur globalité les modes de gestion des ressources humaines et l'influence perçue de ces modes de gestion. Les données recueillies grâce à la grille CORE sont nombreuses comme le souligne le tableau ci-dessous (d'après Galindo, 2005, p. 197) :

Dimensions	Significations	Composantes de cette dimension
C	**Communication**	Communication interne Communication externe Relations sociales Influence perçue de la communication
O	**Organisation du travail**	Spécialisation Division du travail Autonomie Procédures de travail Conditions de travail Influence perçue de l'organisation du travail
R	**Rémunération**	Niveau Evolutions Part fixe/variable Primes Augmentations Avantages en nature Stock-options Influence perçue de la rémunération
E	**Emploi** -Recrutement -Evaluation -Formation -Carrières -Licenciements	 Modes de recrutement/ critères/ acteurs impliqués/ évaluation/ évolutions Influence perçue de l'évaluation/ guide/ procédures/ analyse/ liens avec les autres pratiques Influence perçue de la formation/ moyens/ salariés concernés/ types de formations Evolutions possibles pour les différentes catégories de personnel/ outils de gestion des carrières Nombre/ motifs/ procédures.

Tableau 15 : la grille CORE comme instrument d'analyse des modes de gestion et de leur influence perçue

[145] Reproduit dans notre introduction générale page 16

Au cours de la phase exploratoire, le guide d'entretien vise à appréhender les modes de gestion du travail en vigueur au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel. Il est certainement influencé par notre analyse préalable de la littérature et notre volonté de confronter au terrain certaines informations recensées préalablement. Ensuite, **au cours de la phase intensive**, il est modifié tant sur le fond que sur la forme. Sur le fond, il se centre sur les modes de gestion et leur influence perçue sur les pratiques, les productions et les satisfactions et insatisfactions des seuls analystes financiers. Sur la forme, il va tenir compte des difficultés d'accès au terrain et tout particulièrement des contraintes de temps pour l'interview. Il a donc fallu le rendre moins long et tenir compte en même temps des premières réponses apportées par les interviews de la phase exploratoire, notamment des mécanismes de défense soulevés (quand était abordée la rémunération, par exemple) ou des réponses « de surface » (lors de la question portant sur les possibles influences des analystes sur la stratégie des entreprises).

Le premier guide d'entretien

De vocation exploratoire, il a été construit autour de questions générales centrées autour de deux grands thèmes : les deux principaux métiers de l'industrie de la gestion collective (analystes financiers et gestionnaires de fonds) et les modes de gestion du travail. Lorsque débute l'entretien, nous expliquons aux répondants le but de la recherche en la décrivant dans des termes très généraux et les moins théoriques possibles, afin d'éviter de biaiser la recherche et d'orienter leurs réponses (Demers, 2003, p. 194) : « *Nous souhaitons mieux comprendre l'organisation des métiers de l'investissement institutionnel et identifier les modes de gestion très concrets des professionnels de ce secteur, en particulier les analystes et les gestionnaires de fonds qui ont fait l'objet de peu de publications académiques. C'est donc autour de ces deux pôles (les métiers, les modes de gestion du travail) que se structurera, si vous en êtes d'accord, notre entretien.* » Ensuite, nous débutons l'interview par une consigne ou question très ouverte (« *J'aimerais que nous parlions de votre métier* », « *Pouvez-vous me parler de votre métier ?* ») dans le but d'encourager le répondant à fournir le maximum d'informations pour définir et décrire sa situation professionnelle, sans qu'il soit « bridé » par l'interviewer (Grummitt, 1980). Par la suite, la formulation des relances issues des thèmes dégagés préalablement ainsi que l'utilisation des différentes techniques de reformulation ou d'approfondissement permettent de recadrer l'interview et d'obtenir des informations pertinentes au regard de l'objet de recherche (Easterby *et al.*, 1991 ; Robson,

1993). Lorsque nous n'avons pas pu recueillir toutes les informations souhaitées, nous formulons les questions ouvertes qui nous permettent de les solliciter.

L'organisation des métiers

J'aimerais que nous parlions de votre métier.

- Pourriez-vous me parler de l'institution qui vous emploie ? Quelles sont ses missions ?
- Combien y-a-t-il d'analystes financiers (AF) ou de gestionnaires de fonds (GF) comme vous ? Avez-vous un responsable ? Êtes-vous responsable d'autres AF GF ? Quel est l'âge moyen ?
- Quelle est, selon vous, la fonction d'un AF *(GF)* ?
- Comment votre fonction s'articule-t-elle avec celle des autres métiers de la gestion institutionnalisée de l'épargne ?

A présent, nous souhaiterions savoir comment s'organise très concrètement votre mission.

- Comment s'organise une journée de travail d'un AF *(GF)* ?
- ***Pour AF :*** De la recherche d'informations à la formulation de recommandations d'investissement en passant par l'analyse, pouvez-vous nous dire comment cela se passe très concrètement ? Quels sont les temps forts ?
- ***Pour GF :*** De l'analyse de l'entreprise à la décision d'investissement/désinvestissement, comment cela se passe-t-il ?
- A votre avis, qui influence la manière dont votre profession fonctionne ?
- Peut-on dire qu'il y existe une normalisation de l'activité financière qui repose sur un ensemble de procédures recommandées ? Une boîte à outils ? Pourriez-vous-nous en parler ?

Les pratiques de GRH

A présent, si vous le voulez bien, nous allons plus spécifiquement nous centrer sur les modes de gestion de votre travail. Nous aimerions identifier les pratiques concrètes de GRH mises en œuvre dans votre profession, ainsi que les acteurs qui les animent.

- ***Par qui et comment êtes-vous gérés ?***
- En premier lieu, nous souhaiterions savoir comment - et par qui- vous êtes recrutés vous et vos confrères pour exercer votre travail ?
- Existe-t-il dans votre profession un fort taux de turn-over ?
- Faut-il changer d'entreprise pour avancer ? Qui a la cote dans votre profession ? Pourquoi ?
- Comment vos carrières sont-elles organisées ?
- Comment êtes vous différenciés et évalués ?
- Pourriez-vous nous parler de la manière dont est fixée votre rémunération ?
- Dans la manière dont vous êtes gérés, qu'est-ce qui pour vous est source de contrainte ou bien au contraire facteur de dynamique, de motivation ?

Tableau 16 : Guide d'entretien de la phase exploratoire (gérants et analystes financiers)

Le second guide d'entretien

Nous essaierons maintenant de mettre en évidence la manière dont nous mobilisons l'entretien semi-directif en « entonnoir » que nous construisons pour répondre à notre question de recherche : Quels sont les modes de gestion des analystes sell-side et comment influencent-ils leurs représentations, leurs pratiques et finalement leurs productions ?

Cette question peut être déclinée en trois questions, auxquelles nous avons commencé à répondre lors de la phase exploratoire, auquelles nous tentons maintenant de répondre, par les modalités d'échantillonnage, par les documents recueillis, par les observations effectuées et enfin par les propos que nous sollicitons auprès de nos interviewés au travers de notre guide d'entretien soit de manière directe soit de manière indirecte.

1. Comment s'effectue la gestion du travail des analystes financiers ?

→ Nous utilisons la grille CORE pour lancer des thèmes et des relances sur les dimensions de cette gestion. Nous considérons alors les propos de nos interlocuteurs comme des témoignages sur les modes de gestion à trianguler avec d'autres sources pour assurer la validité des données, mais aussi parce qu'ils vont comporter spontanément une dimension évaluative comme des appréciations de ces modes de gestion et de leur influence sur les analystes ce qui nourrira les réponses à notre troisième question de recherche.

2. Toutes les structures dans lesquelles évoluent les analystes adoptent-elles les mêmes modes de gestion ?

→ Nous avons adopté un échantillonnage représentatif des structures françaises d'analyse financière. Mais nous utilisons aussi les réponses des analystes pour recueillir plus d'informations sur les sociétés qui les emploient afin de les mettre ensuite en relation avec leurs réponses concernant les modes de gestion.

3. Comment cette gestion influence-t-elle les représentations, pratiques et productions des analystes financiers ?

→ Au travers de nos relances ou questions nous tentons de recueillir des témoignages sur les pratiques et les productions des analystes (en particulier lorsque nous interrogeons sur la journée type, l'évaluation des entreprises, sur leurs communications ...).

→ De la même manière nous essayons de solliciter directement les représentations des interviewés par exemple lorsque nous abordons leur définition de la bonne carrière, du rêve de l'analyste financier, etc.

→ Les effets de la gestion sur les pratiques et productions, sur les satisfactions et les insatisfactions, sont ensuite abordés spontanément par les analystes qui évaluent la plupart des modes de gestion que nous proposons et leur influence, comme nous l'avons souligné plus haut.

→ C'est enfin le travail de comparaison et d'interprétation qui permet d'établir le lien entre modes de gestion d'une part, représentations, pratiques et productions d'autre part.

Le tableau ci-dessus recense les différentes relances ou questions de notre guide en les reliant à nos questions de recherche

Tableau 17 : Les questions du guide d'entretien et ses liens avec les questions de recherche et l'analyse des modes de gestion

Questions du guide d'entretien	Modes de gestion du travail : CORE	Liens avec les questions de recherche
Question de départ : ***J'aimerais que nous parlions de votre métier***		
1. Pourriez-vous me parler de l'institution qui vous emploie ? Nombre d'analystes comme vous, responsable, âge moyen ?		**Etude de la variable taille sur les modes de gestion → Question de recherche 2**
2. Pourriez-vous me parler de votre mission, de vos principales tâches ? Journée type ?	ORGANISATION DU TRAVAIL	**→ Question de recherche 1 + Question de recherche 3 (Identification des pratiques et productions des AF)**
3. Quelles sont les compétences essentielles dans votre métier ? Qui recrute-t-on ?	EMPLOI (Recrutement)	**→ Question de recherche 1 → Question de recherche 3 (représentations des AF sur les profils recherchés)**
4. Avec qui communiquez-vous ?	SYSTEME DE COMMUNICATION INTERNE ET EXTERNE	**→ Question de recherche 1 et 3**

Questions du guide d'entretien	Modes de gestion du travail : CORE	Liens avec les questions de recherche
5. Qu'est ce qui vous guide dans votre travail d'évaluation des entreprises ?		Quels sont les moyens utilisés par l'analyste et qui aboutissent à sa production ? **→ Question de recherche 1 et 3**
6. Qu'est-ce qu'une bonne entreprise ?		Comprendre quel est le mode d'attribution de la valeur, notion qui structure le champ de la finance et les relations analystes/sociétés cotées **→ Question de recherche 3**
7. Quels sont les objectifs professionnels en termes de carrière de ceux qui pratiquent votre métier ? 8. Comment évolue la carrière d'un analyste ? 9. Qu'est-ce qu'une bonne carrière ?	EMPLOI (Gestion des parcours professionnels)	Compréhension de la carrière des analystes et particulièrement comment émergent « les stars » ? **→ Question de recherche 3 (représentations des AF sur la gestion des carrières)** **→ Question de recherche 1**
10. Quel est le rêve d'un Analyste comme vous, professionnellement ? 11. A l'inverse, qu'est-ce qui pourrait être catastrophique ?	EMPLOI (Gestion des parcours professionnels)	**→ Question de recherche 3 (représentations des AF sur leurs missions, les éventuelles contraintes)**
12. Pourriez-vous me parlez de votre évaluation ?	EMPLOI (Modes d'évaluation)	**→ Question de recherche 1** **→ Question de recherche 3 (représentations des AF sur cette modalité de gestion et son influence)**
13. Pourriez-vous me parler de votre rémunération ?	REMUNERATION	**→ Question de recherche 1** **→ Question de recherche 3 (représentations des AF sur cette modalité de gestion et son influence)**

D) La préparation et la conduite de l'entretien

Nous prenons contact avec les personnes soit par courriel soit par téléphone grâce au guide AGEFI des professionnels de l'investissement qui nous donne accès à leurs coordonnées propres. Nous privilégions un courriel relativement court présentant les objectifs de notre recherche ainsi que les garanties d'anonymat et de confidentialité. Cette modalité est

préconisée par notre premier contact, gestionnaire de fonds d'une grande banque européenne, rencontré en janvier 2003 lors d'un débat sur les relations investisseurs-sociétés cotées. Celui-ci nous conseille d'être bref dans la présentation de notre recherche (« les analystes *sell-side* n'ont jamais le temps »), de choisir des plages horaires de contact téléphonique (éviter la matinée consacrée aux appels clients) et de prise de rendez-vous (éviter les périodes de publication des comptes). L'utilisation du téléphone fut abandonnée peu après la phase exploratoire. Nous nous sommes en effet rendu compte que ce canal de communication pour prendre rendez-vous était non seulement chronophage (il fallait plusieurs appels pour entrer en contact avec nos interlocuteurs) mais également brusque (beaucoup de contacts ne comprenaient pas sur le coup l'objet de notre démarche et avouaient qu'ils n'avaient pas vraiment le temps d'y réfléchir maintenant). Nous choisissons de rester évasif sur la durée de l'entretien (« je ne serai pas long ») afin de ne pas nous voir opposer un refus par manque de temps. Au cours de la phase intensive de notre recherche, il est intéressant de noter qu'en début d'entretien, la majorité des analystes nous indique qu'ils ont très peu de temps à nous consacrer. Ensuite, il est fréquent que l'entretien dépasse largement le cadre initialement prévu par l'interviewé (une demi-heure, trois quart d'heure). Beaucoup d'analystes nous ont avoué après l'entretien leur satisfaction d'avoir été entendu (« On n'a pas beaucoup l'occasion de parler de notre métier ») évoquant même pour certains l'aspect psychanalytique de l'entretien : « C'est comme le divan » (sic).

La plupart des entretiens ont eu lieu dans le cadre professionnel, ce qui nous a permis de situer le fonctionnement des structures d'analyse financière. Nous remarquons ainsi que dans la totalité des structures, les bureaux des analystes financiers sont situés à proximité immédiate de la salle des marchés où opèrent les salariés du front-office (traders, vendeurs). Cette proximité géographique n'est pas anodine et a pour but de favoriser les contacts marketing des analystes avec les vendeurs. Cette configuration nous semble avoir été instituée pour favoriser d'une certaine façon le contact permanent de l'analyste avec « le marché » comme nous l'expliquent des analystes financiers seniors. Ces derniers nous indiquent que par le passé dans les années 1970 et 1980, les bureaux des analystes financiers étaient séparés physiquement de ceux des autres salariés dans un étage distinct. Certains entretiens se sont déroulés dans un cadre informel, dans un café ou un restaurant par exemple, soit dans un souci de confidentialité exprimé par quelques rares interviewés soit pour des questions logistiques (absence de salle de réunion disponible).

Lors des entretiens, nous procédons à un enregistrement du discours à l'aide d'un magnétophone en ayant le soin d'expliquer cette démarche, ceci afin de mettre le répondant en confiance et d'inscrire la recherche dans une démarche éthique (Healey et Rawlinson, 1994)[146]. Nous complétons l'utilisation de cet outil par une prise de notes qui nous permet non seulement de maintenir notre concentration (Ghauri *et al.*, 1995) mais surtout de noter les attitudes non verbales : regards, expressions du visage (mimiques, grimaces, sourires...), mouvements de la tête ou du corps... Relever ces comportements non verbaux liés aux questions que nous abordons nous semble indispensable pour obtenir des renseignements sur l'écoute car ils permettent de recueillir des informations sur la façon dont est vécu le dialogue (trac, appréhension, apathie...). Ils renseignent surtout sur la façon dont sont appréhendées certaines questions (étonnement, inquiétude, agacement...). Par exemple, à la suite de la question « qu'est-ce qu'un analyste heureux ? », beaucoup d'interlocuteurs froncent les sourcils, sourient ou même rient ; dénotant ainsi une certaine forme de perplexité dans le lien entre les deux termes (analyste/heureux)... Lors de la phase exploratoire de notre étude, la question relative à la rémunération a suscité une certaine appréhension de la part de nos interlocuteurs qui s'est traduite par des comportements non verbaux montrant une volonté de ne pas trop s'appesantir sur ce thème : regard fuyant, mots parasites (euh, bon, alors...), jeu avec le téléphone mobile, griffonnage sur le bloc notes... Ceci nous a permis de reformuler cette question en la rendant moins abrupte et en précisant bien que nous ne souhaitions pas obtenir de notre interlocuteur des données chiffrées mais savoir de façon générale ce qu'évoquait pour lui ce thème.

Lors de la phase exploratoire, nous sommes accompagné par Corinne Vercher chercheuse plus expérimentée. Nous procédons tous les deux à la conduite de l'entretien en veillant bien à organiser préalablement entre nous la présentation de l'objet de l'entretien ainsi que l'énoncé des questions.

[146] Cela suppose d'offrir au répondant la possibilité d'interrompre l'enregistrement : « It is more ethical to allow your interviewee to maintain control over the tape recorder so that if you ask a question which they are prepared to respond to, but only if their words are not tape recorded, they have the option to switch it off. ». Pour ces auteurs et d'autres (notamment : Ghauri *et al.*, *op. cit.*), les méthodes de collecte de données par interviews sont sensibles et dans ce cas, le chercheur se doit de respecter un certain nombre de principes éthiques à l'égard des répondants : droit au respect de la vie privée, interdiction de tromper sur la nature de la recherche, respect absolu de la confidentialité, indication de l'utilisation ultérieure des données.

En même temps, les questions posées par chacun d'entre nous et les réponses apportées par l'interlocuteur permettent à chaque interviewer de « rebondir » sur les questions de l'autre dans un souci d'approfondissement ou de précision de la pensée du répondant. En ce sens, cette complémentarité dans la conduite d'entretiens nous a semblé très riche.

Les premiers entretiens avec certains analystes, les représentants des institutions de régulation professionnelle et un cabinet de chasseurs de tête ont été menés avec l'aide de notre directrice de recherche, ce qui nous a permis de véritablement « apprendre » la méthodologie de la conduite d'entretien. L'un de ces entretiens qui s'est déroulé avec la directrice du centre de formation de la Société Française des Analystes Financiers, est révélateur de ce mécanisme d'apprentissage. Nous avons pu ainsi constater la façon dont notre directrice de recherche était amenée à adopter une posture empathique dans sa communication verbale et non verbale avec notre interviewée. Cette dernière, de nature froide et distante au premier abord, a su grâce à la mise en place d'une communication authentique nous apporter de précieuses informations. Lorsqu'elle ne nous accompagnait pas, notre directrice de recherche a procédé à la relecture de nos premiers entretiens en s'attachant à montrer les lacunes dans la formulation de nos questions, l'absence d'approfondissement de certains thèmes ou bien encore le fait que nous soyons passés à côté de « trouvailles ». Cette démarche de compagnonnage dans la conduite des entretiens nous a été indispensable dans la maîtrise d'un processus méthodologique que nous ne connaissions pas au départ[147] et qui s'avérait être le fondement de notre démarche empirique. La mobilisation de notre directrice de recherche nous a semblé ainsi fondamentale dans notre processus d'apprentissage de jeune chercheur.

L'outil de l'entretien aurait pu être utilement complété par une observation sur le terrain permettant de cerner, par exemple, les « traits contextuels des lieux dans lesquels se déplacent les acteurs » (Giddens, *op.cit.*, p. 344) ou de façon générale les interactions qui se construisent dans le travail des analystes financiers et des personnes chargées de leur gestion : attitudes routinières (ce que Giddens appelle « la conduite des activités de tous les jours », p. 402), comportements au travail qui participent à la production de représentations. Comme le note justement Groleau, 2003 : « *L'observation se démarque de l'entretien par la possibilité qu'elle offre de saisir sur le vif l'expérience des individus au quotidien. Les sujets éprouvent souvent beaucoup de difficultés à relater des événements qui s'inscrivent dans leurs routines.* ». Cette démarche de nature ethnologique n'a malheureusement pas été possible

[147] Excepté bien entendu notre lecture des manuels de méthodologie : cf. nos développements précédents à partir notamment de Ghiglione et Matalon (1998).

d'une part du fait des contraintes propres au chercheur (ou plutôt à l'enseignant) en termes de temps et d'autre part des réticences des responsables de structure d'analyse financière qui n'ont pas souhaité intégrer un stagiaire avec un « profil non-financier » (sic).

E) Les attitudes pendant l'entretien

Une fois établi le lien entre problématique et entretien, il convient de s'interroger sur la conduite de celui-ci. Afin de limiter le biais évoqué précédemment consistant à imposer au répondant les cadres de références du chercheur et la structuration par ce dernier du sujet, les questions (et particulièrement celle du départ) ont été formulées de façon relativement ouverte quitte à recadrer par la suite le discours du répondant, par des questions de relance dans un double objectif de précision et d'approfondissement. S'agissant de notre volonté de saisir les différentes dimensions de la grille CORE, nous demandons par exemple aux interviewés : « Pouvez-vous me parler de votre évaluation ? » puis s'il ne l'a pas fait spontanément, le répondant est invité à préciser sa pensée : « Et concrètement, comment ça se passe ? C'est un entretien annuel d'évaluation ? » ; Quant à la rémunération, afin de ne pas soulever de défenses dans un sujet « sensible »[148] nous proposons au répondant : « Nous allons, si vous le voulez bien, évoquer votre rémunération » en ayant le soin de préciser : « Je n'ai pas besoin de chiffres. ». De façon générale, s'agissant des questions « sensibles » qui peuvent soulever des mécanismes de défense de la part des répondants, nous choisissons de les évoquer en fin d'entretien lorsque s'est établie une relation de confiance entre interviewer et interviewé (Healey et Rawlinson, 1994, p. 138).

Cette relation de confiance est obtenue grâce au développement par l'interviewer d'une attitude empathique (Ghauri *et al.*, 1995[149]) qui doit permettre de favoriser l'expression la plus complète possible du point de vue du répondant sans exprimer de façon implicite ou explicite un jugement, notamment de rejet (Blanchet, 2005). La formulation des questions doit alors être « neutre, compréhensible et impliquante » (Brabet, 2003). La neutralité de l'écoute

[148] Nous constatons en effet dans notre analyse documentaire que de façon périodique, principalement en fin d'année, la presse généraliste se scandalise des importantes rémunérations variables en vigueur dans l'industrie financière en évoquant : « les bonus sensationnels des golden boys » ; « des jobs en or » ; « le monde à part des 'working richs' » etc.

[149] « (…) demonstrating interest in the interviewee to make sure that attitude and questions demonstrate credibility and friendliness, in order to relax and develop a positive relationship. The intention will be to encourage exploration of the point made without offering a view or judgment on your part »

est obtenue en s'abstenant de toute évaluation positive ou négative des propos du répondant. Elle vise de façon générale à établir une « communication authentique » comme l'a préconisé le psychologue américain Rogers (1971)[150]. Cet auteur a défini les écueils que doit éviter l'interviewer :

- la réponse d'évaluation ou de jugement moral qui fait référence à des normes ou des valeurs ;
- la réponse interprétative où l'enquêteur projette sa propre manière de comprendre, son choix personnel ou sa théorie ;
- la réponse de support qui révèle une attitude paternaliste, trop sympathique ou compréhensive ;
- la réponse investigatrice où la curiosité inquisitrice de l'interviewé oriente les réponses de l'interviewé vers les détails désirés par l'interviewer ;
- la réponse « solution au problème » : proposer au répondant une solution qui mette fin au problème.

Nous mettons ainsi en œuvre différentes techniques :

- la reformulation empathique : elle a part du principe que le message peut être compris de différentes façons, que certaines informations sont plus significatives que d'autres et que l'intervieweur « ne peut être le seul à déterminer la pertinence des informations au regard du problème » (Amado et Guittet, 2003, p.112).C'est une technique ayant un double objectif : manifester du respect au répondant et permettre un processus de vérification (Ibid.). La reformulation simple ou « en écho », la reformulation interprétative et résumante sont alors des techniques visant à encourager le répondant à continuer, poursuivre et approfondir l'idée qu'il a exprimée (Ghiglione et Matalon, *op. cit.*) ;

- des manifestations de rétroaction : tels que « hum », « d'accord », les hochements de tête, les sourires, etc. Ces différents signes d'attention et d'intérêt permettent une bonne continuation de l'échange. Ils permettent également d'atténuer chez le répondant le sentiment de ne pas avoir donné

[150] L'entretien apparaît pour cet auteur comme une technique particulièrement appropriée pour tenter de comprendre et de dépasser les mécanismes de « développement aliéné », c'est-à-dire la progression entravée de la personne vers des buts qui lui sont propres. Selon Rogers, ces mécanismes sont le produit de l'expérience personnelle de l'individu (*self-concept*) mais également des interactions avec autrui. Ces interactions conduisent la personne à se laisser influencer par les appréciations d'autrui sur soi (appelées les conditions de valeur ou *conditions of worth*). Le but de Rogers est de conduire la personne à dépasser ces conditions de valeur et « de construire un moi » en accord avec le *self-concept* (Amado et Guittet, 2003, pp.106-107).

« les bonnes réponses » et traduisent pour lui des marques d'attention et de prévenance (Torrington, 1991).

Exemples :

[1] Après l'évocation minutieuse pendant vingt-cinq minutes de son parcours professionnel, nous tentons de résumer les propos d'un analyste senior :

Vous sentez un changement à partir de la fin des années 1980 si je comprends bien ?

Nous l'invitons ensuite à approfondir sa perception du changement :

Et concrètement, comment cela se passe à Paris pour vous ?

[2] Répondant à notre question sur les compétences attendues d'un analyste, un analyste senior nous répond : « *Ce qu'on demande à un analyste, c'est de bien comprendre l'outil de production, où est-ce que la société se situe dans une chaîne de valeur client fournisseur, un peu à la Porter, comment la valeur se déplace, est-ce qu'il y a des enjeux là-dessus. C'est de voir à deux ou trois ans comment ça évolue.* ». Notre formulation en écho « *A deux ou trois ans ?*» nous a permis de recenser des informations supplémentaires sur l'horizon temporel de valorisation des firmes suivies par cet analyste et comment il se plaçait par rapport au marché. Celui-ci évoque alors spontanément « *le court-termisme des marchés financiers* ».

[3] Face à un analyste financier senior qui évoque son travail au quotidien de façon un peu trop elliptique (environ 2 minutes de discours sur la construction de modèles de prévision sur comptes de résultats, bilans et tableaux de financement), nous tentons de résumer ce qu'il vient de dire avec pour objectif de lui faire comprendre que les informations qu'il nous livre sont incomplètes :

Si je comprends bien, l'évaluation, elle est essentiellement financière ?

A ce moment-là, le répondant évoque de façon détaillée son travail qualitatif de compréhension de la stratégie de l'entreprise, de son environnement, de ses rencontres avec le management des sociétés cotées...

F) Les catégories de l'analyse des données

Revenons précisément sur chacune des dimensions du processus d'analyse thématique qui consiste à déterminer les thèmes et à utiliser des outils pertinents d'analyse. Les thèmes principaux et secondaires sont ceux de la grille CORE qui nous permet de coder chaque entretien. Par la suite, nous codons des sous-thèmes qui apparaissent dans les entretiens et que nous qualifions d'« émergents ». Dans les premiers entretiens, ces sous-thèmes sont assez proches des expressions employées par les répondants (Demers, *op.cit.*, p. 198) et notre analyse comparative des différents verbatim permettra de les affiner par la suite en leur donnant une unité de sens. Pour cela, nous construisons une fiche de retranscription à partir d'extraits de l'entretien. Cette mise en forme plus intelligible est nécessaire à la démarche comparative entre les différents entretiens (Ghiglione et Matalon, *op.cit.*). C'est ainsi qu'à partir de chacune des fiches, nous regroupons tous les discours selon les sous-thèmes qui se rapportent au thème considéré.

Nous procédons ainsi à une codification inductive (Chesler, 1987[151]) qui comprend plusieurs étapes :

- Retranscription des entretiens avec isolement d'une marge à gauche ;
- Soulignement des termes clé du verbatim ;
- Reprise dans la marge des phrases clé en étant descriptif et littéral, par exemple en recourant à la paraphrase. Cette codification préalable a pour objet d'établir des « codes descriptifs » (Miles et Huberman, p. 113), qui n'ont pas pour objectif d'établir une interprétation mais simplement d'attribuer « une classe de phénomènes à un segment de texte » ;
- Réduction des phrases et création de regroupements ;
- Réduction des groupes et attribution d'intitulés de thèmes. Nous mettons en avant ici les codes explicatifs émergents (Miles et Huberman parlent de « codes explicatifs ou inférentiels »). Cette étape vise à « attacher des étiquettes signifiantes à un fragment de données » (p.169) et à indiquer que tel segment de texte « illustre un leitmotiv émergent que l'analyste a décelé en

[151] Cité par Miles et Huberman, *op. cit.* , pp. 167 s.

déchiffrant la signification des événements ou relations sociales décrites [par l'interviewé] ». Ces « étiquettes » (mot ou groupe de mots) ont pour objectif de résumer le thème sélectionné. Durant cette étape, nous sommes amenés à envisager certains éléments descriptifs (isolés précédemment) de façon plus interprétative ;

- Généralisation de la série de thèmes à l'ensemble des verbatim. Les codes thématiques dégagés sont testés sur l'ensemble des retranscriptions afin de s'assurer de leur pertinence : analyse thématique horizontale (ce que Lincoln et Guba, 1985[152] nomment « échantillonnage discriminant ») ;
- Génération d'un cadre explicatif à partir de théories.

Nous présenterons dans l'annexe 3 un entretien d'analyste sell-side afin d'illustrer les premières étapes de notre codification visant à opérer une **analyse thématique verticale** : soulignement des phrases clé, établissement de codes descriptifs. Nous présentons ci-dessous la manière dont se sont opérées les étapes suivantes aboutissant à l'**analyse thématique horizontale** (réduction des groupes et attribution d'intitulés de thèmes puis généralisation de la série de thèmes à l'ensemble des verbatim) au travers d'un exemple donné à partir de l'extrait de la fiche relative à l'un des thèmes de la grille CORE : « emploi » et du sous-thème « carrière ». La grille d'analyse des thèmes est reproduite en autant d'éléments du corpus (le corpus comprenant 43 entretiens, nous reproduisons la grille en autant d'exemplaires) et nous incorporons sous chaque thème la citation du discours illustrant le thème, ceci afin de constituer « un cahier d'analyse de contenu » (Molinier et al., *op. cit.*, p.98).

[152] Cités par Miles et Huberman, *op. cit.*, p. 136

THEMES Sous-Thèmes	N° entretien / VERBATIM
EMPLOI **LA CARRIERE** *Pas de gestion des carrières* *Pas de vision prospective du parcours professionnel*	**A10SM** Le métier d'analyste sell-side, le mien, c'est un métier dans lequel les gens se voient rarement à long terme. C'était le cas déjà il y a quelques années, c'est un petit peu un passage, une formation. Aujourd'hui, c'est encore le cas parce que c'est un métier dans lequel je vous dis en termes de ressources humaines, c'est du très court terme. Donc, il n'y a pas de gestion des carrières, donc la plupart des gens, vous les interrogez aujourd'hui ils vous disent : moi dans deux ans, je ne suis plus là et ça n'empêche pas que deux ans plus tard, ils peuvent très bien être là. Mais en général, les gens ne se projettent pas à long terme dans ce métier.
EMPLOI **LA CARRIERE** *Pas de vision prospective du parcours professionnel* *Evolution vers le buy side puis la gestion*	**A5JM** On a une visibilité maximum de deux ou trois ans, deux, trois ans dans ce métier et moi j'ai une visibilité de un an actuellement Parce qu'on passe un peu de l'autre côté, voilà et qu'on voit un peu... Et puis, c'est peut être un plus diversifié et aussi parce qu'on s'amuse sur plusieurs secteurs, enfin on s'amuse, on voit ça sur plusieurs secteurs. Oui, la gestion, c'est quelque chose ! Donc, la plupart des gens aiment bien se réorienter là dedans parce que c'est plus diversifié, c'est disons le prolongement un peu naturel. On peut passer analyste buy-side auparavant ou bien passer directement en gestion. Je serais intéressé justement pour voir un peu de statistiques, ce genre de choses parce que j'ai l'impression qu'il y en a pas mal qui font carrément autre chose aussi à un moment donné.
EMPLOI **LA CARRIERE** *Evolution vers le buy-side et la gestion*	**A28JM** Les objectifs de chacun sont différents. Mais, j'ai pu remarquer que les analystes qui quittaient le métier, ils le font avant l'âge de 40 ans. À partir de ce moment-là, il y a différents parcours. Il y en a qui vont dans la gestion d'actifs, dans la banque d'investissement, dans le private equity mais ce qu'il y a de plus populaire, c'est de passer de l'autre côté de la barrière et devenir gérant, buy-side. On passe du côté de la clientèle.

Tableau 18 : Mise en place des codes explicatifs émergents après réduction des groupes

Ensuite, afin de faciliter l'analyse thématique horizontale, nous procédons à la rédaction d'une fiche de comparaisons d'entretiens qui va recenser les convergences dans les discours par rapport aux sous-thèmes identifiés :

EMPLOI	
SOUS-THEMES	**N° entretiens**
LA CARRIERE	
Les perspectives	
Absence de perspectives en interne, pas de gestion des carrières	**A14JG – A10SM- A5JM – A26SM – A16SM – A28JM - A11SG - A20JM- A18SG – A6SG-A30JG- A25JM-A17JM-**
Mobilité vers le buy-side et la gestion	**A14JG - A5JM - A28JM –A6SG- R4SG- A30JG- A25JM- A17JM- A19JM- A11SG - A18SG – A10SM-A26SM-A16SM**
Les facteurs explicatifs de la mobilité externe vers la gestion : les contraintes du métier	**A11SG- R4SG- R12SM- R4SG- A11SG- A18SG- A26SM- A11SG - A24SM - A29SM - A9SG- A14JG - A5JM - A28JM –A6SG**
Existence d'un micro-marché	**A17JG- A14JG- A29SM- R12SM- A19JM- R18SM- R4SG- A11SG- A18SG- A26SM- A24SM - A3JG-**
Existence de structures plus prestigieuses, plus rémunératrices	**A14JG - A1JG - A31JG- A36JM- A21JM- A5JM- A31JG- A9SG- A18SG- A26SM- A29SM- A33SG- A19JM- R18SM- R4SG- A3JG**
Construction d'une valeur de marché	**A14JG- A8SG- A1JG- A36JM- A5JM- A20JM- A8SG- A11SG- A9SG - A3JG**

Tableau 19 : Généralisation des thèmes à l'ensemble des verbatim

La construction d' « arbres thématiques » (Galindo, 2005) au début de cette fiche d'analyse nous permet, à partir du thème principal étudié, de visualiser de façon synthétique les différents sous-thèmes qui ont pu émerger de notre analyse des différents verbatim[153]. Ils permettent ainsi de représenter de façon synthétique l'analyse thématique horizontale. La mobilisation de la grille CORE comme moyen de catégorisation des thèmes n'est pas dans notre esprit une méthode fermée puisque cette détermination a priori des thèmes va être complétée par le recensement d'autres thèmes qui ont été mis en exergue par les répondants.

[153] Différents arbres thématiques sont présentés dans l'annexe 5.

Une façon de distinguer ces thèmes « émergents » est de s'aider d'un logiciel d'analyse textuelle qui permet de distinguer la récurrence de certains termes dans les discours des répondants. Ayant pour unité d'analyse le mot (Benzécri, 1982 ; Bardin, 2003), l'analyse textuelle a pour objectif d' « évaluer la fréquence d'apparition et/ou de co-apparition de mots dans un texte ou un discours » (Allard-Poesi, *op. cit.*, p. 253). Nous avons souhaité tester l'utilité de logiciels dédiés à l'analyse de données « qualitatives » en utilisant le logiciel ALCESTE pour les entretiens d'analystes financiers et de gestionnaires de fonds réalisés au cours de notre phase exploratoire[154]. Ce logiciel opère des fractionnements successifs du texte soumis à analyse et en extrait des classes représentatives en rapprochant les segments qui contiennent les mêmes vocables (Delavigne, 2000 p. 324) ; l'objectif étant de quantifier le texte pour en extraire les structures signifiantes les plus fortes. Après avoir analysé le vocabulaire et procédé au découpage du texte, ALCESTE entre dans la phase de classification, afin de repérer les oppositions les plus fortes entre les mots et d'extraire des classes d'énoncés. Le logiciel procède dans un premier temps à un découpage du texte en « Unités de Contexte Elémentaires » (UCE), c'est-à-dire des phrases de blocs de texte de longueur standard (une ou plusieurs lignes de texte consécutives). Il procède ensuite à leur « lemmatisation », opération qui consiste à remplacer une forme textuelle par sa forme réduite (réduction à l'infinitif pour une forme verbale, substitution d'un substantif pluriel à un singulier, réduction d'un adjectif féminin en masculin etc.) dans l'objectif d'améliorer l'analyse statistique et notamment le classement des UCE. On obtient finalement un ensemble de formes réduites sur lesquelles va porter l'analyse. Ces formes réduites sont caractérisées par une clé de classement dans un registre qui distingue *des éléments de lexique* (adjectifs et adverbes, couleurs, mois/jours, époques/mesures, familles, lieux/pays, interjections, nombres, mots en majuscule, noms, verbes, prénoms) et *des mots outils* qui permettent de caractériser les modes d'énonciation à l'œuvre dans le corpus (verbes modaux, marqueurs de relation spatiale, de relation temporelle, d'intensité, de la personne, démonstratifs, auxiliaires être et avoir). Alceste procède alors à une opération de regroupement des UCE par classes présentant *de fortes proximités de lexique et d'outillage rhétorique*. Les classes obtenues par cette méthode sont donc caractérisées par *un vocabulaire spécifique*. L'identification des mots significatifs permet par la suite de catégoriser des thèmes. Cette étape est essentielle dans le travail d'interprétation du chercheur qui attribue un nom aux classes obtenues, en fonction du travail de lecture préalable qu'il a pu mener sur le corpus (Delavigne, *op.cit.*, p. 329).

[154] Ces résultats sont présentés dans l'annexe n°4.

Nous n'avons pas été convaincus par l'utilisation de cet outil puisque le découpage opéré n'a pas fait ressortir de nouvelles catégories d'analyse par rapport à notre découpage « manuel » initial. ALCESTE n'a fait que reprendre certains thèmes de notre guide d'entretien identifiés grâce à la grille CORE, comme par exemple la carrière ou la rémunération. Cette expérience montre que ce type d'outils ne saurait faire l'économie d'une réflexion du chercheur sur l'identification et la pertinence des thèmes qui ressortent du traitement de ses données. Dans le cadre d'un traitement manuel, le degré de liberté offert au chercheur dans le découpage des verbatim nous semble adapté à cet objectif de réflexion. Comme le souligne justement Trabal (2005), il s'agit de confier au chercheur « le soin de fixer ce qui fait sens, selon lui, dans un ensemble de textes » et de dépasser une vision visant à confier à la machine « une mission d'objectivisation » (p.13). En définitive, les données fournies par le logiciel ne sont que des « pistes » ayant pour objectif d'illustrer ce que le chercheur « devine ou pressent » et ne doivent être mis en exergue que « les résultats qui viennent corroborer ses hypothèses implicites ou explicites » (Delavigne, *op. cit.*, p.329).

SYNTHESE DU CHAPITRE 1

Question au cœur du chapitre :

Quels cadres de références théoriques et méthodologiques adopter afin d'analyser empiriquement les modes de gestion des analystes financiers et leur influence sur les représentations, pratiques et productions de ces acteurs ?

Démarche :

- ✓ Importance d'une démarche interdisciplinaire pour comprendre les modes de gestion des analystes financiers et leurs conséquences sur les pratiques, représentations et productions de ces acteurs.
- ✓ Mobilisation des approches contextualistes appliquées à la gestion des ressources humaines pour tenter d'appréhender les relations entre l'évolution des contextes externes, internes, les processus d'interaction entre les acteurs, les contenus.
- ✓ Un principe pour guider la méthodologie : une approche multi méthodes.
- ✓ Deux étapes dans la recherche : une phase exploratoire et une intensive.
- ✓ Un échantillonnage guidé par la volonté de sélectionner les acteurs représentatifs de la population étudiée : lors de la phase exploratoire, souci de refléter la diversité des acteurs de l'industrie de l'investissement institutionnel (gestionnaires, analystes, DRH, institutions de régulation...) ; lors de la phase intensive, volonté de distinguer seniors, juniors, responsables d'équipes des structures de *brokerage* françaises, filiales de banques d'investissement.
- ✓ Principaux modes de recueil des données : entretiens semi-directifs qui permettent un accès privilégié aux représentations d'acteurs (43 entretiens d'analystes *sell-side*), étude de la documentation interne et externe.
- ✓ Traitement des données : analyse de contenu thématique.
- ✓ Outils d'analyse des données : grilles d'analyse thématique, cahier d'analyse de contenu, arbres thématiques, fiches de comparaison d'entretien.

Chapitre 2
Des mutations de l'industrie de l'investissement institutionnel aux modes de gestion des analystes financiers et leurs conséquences

Pour présenter les résultats de la recherche empirique que nous avons menée nous décrirons d'abord le champ de l'analyse financière français en montrant le rôle structurant qu'y a joué le droit et comment les structures d'analyse financière vont dans une démarche d'isomorphisme organisationnel adopter les standards d'organisation du travail de leurs clientes sociétés de gestion **(1)**. Nous analyserons ensuite les choix stratégiques opérées par les structures d'analyse financière à la suite de la modification de l'environnement concurrentiel du marché du *brokerage* au début des années 2000. Nous montrerons également à la lumière des travaux d'Henry Mintzberg que les structures d'analyse financière constituent des bureaucraties professionnelles ayant adopté de fortes dimensions mécanistes s'expliquant justement par la modification de cet environnement concurrentiel **(2)**. La description des choix stratégiques ainsi que des spécificités des logiques organisationnelles nous semble être un préalable indispensable pour analyser les modes de gestion des ressources humaines et leur influence sur les représentations, les pratiques et finalement les productions des analystes financiers **(3)**. En même temps, grâce à la description par nos répondants de leur environnement de travail, des relations qui les lient aux autres salariés et de leur parcours professionnel, nous avons élaboré une typologie des identités au travail en vigueur dans les structures françaises d'analyse financière **(4)**. Enfin, nous conclurons par une synthèse interprétative et comparative des différents résultats présentés **(5)**.

1. Les analystes financiers face aux mutations du champ de l'industrie de l'investissement institutionnel

Nous avons pu repérer dans la revue de littérature comment s'opérait le travail des analystes financiers en liaison avec les gérants d'actifs. Nous tentons maintenant grâce à notre première étude de terrain exploratoire de confirmer et approfondir les données issues de l'état de l'art et de façon plus globale de dresser un « panorama » de l'industrie française de l'investissement institutionnel dans laquelle nous avons pu repérer le rôle majeur des

analystes financiers. Répondre à notre problématique exige une analyse préalable du champ de l'industrie de l'investissement institutionnel. Cette première recherche sur le terrain nous a permis d'appréhender la manière dont s'opère la division du travail dans le secteur de l'investissement institutionnel en analysant *le champ des organisations de l'industrie de l'investissement institutionnel*. Les structures d'analyse financière ont ainsi pu émerger grâce aux modifications juridiques opérées au cours des années 1990 **(A)** et aux transformations de l'organisation du travail de leurs clients opérant au sein des sociétés de gestion **(B)**.

A) La construction par le droit français du champ de l'industrie de l'investissement institutionnel

La revue de littérature nous appris que les structures actuelles de *brokerage* ont bénéficié d'une législation très favorable leur ouvrant l'accès dans les années 1980 et 1990 à de nouvelles activités auparavant interdites ou fortement réglementées. En effet, à la fin des années 1980, l'organisation de l'activité de courtage sur les marchés d'actions était comparable à ce qui avait été établi à la fin du XIXème siècle : une activité gérée par la corporation des agents de change, officiers ministériels rémunérés par des commissions fixées par arrêté ministériel. Quasiment absents de ces charges, les analystes financiers officiaient pour leur très grande majorité au sein des banques et n'étaient pas spécialisés entre *sell* et *buy* : « *En 1986, nous étions 20 analystes. On faisait des papiers pour les gérants mais aussi pour la corporate finance et aussi pour un broker qui s'appelait Elysée Bourse.* » [ASS_senior_banque_11].

La transformation de ces charges en sociétés de bourse par la loi du 22 janvier 1988 et leur rachat par les banques va conduire à une nouvelle structuration des sociétés de courtage. Le rattachement des analystes à des structures dédiées au sein des banques multi-capacitaires va leur permettre d'acquérir une visibilité institutionnelle. Au sein de ces structures (qualifiée de Prestataires de Services d'Investissement ou PSI), la loi de Modernisation des Activités Financières introduit en 1996 une spécialisation en services d'investissement compartimentés. Cela se traduit par la création de filiales distinctes au sein des banques multi-capacitaires entre activités d'intermédiation (« l'exécution d'ordres pour compte de tiers ») et activités de gestion d'actifs (« la gestion de portefeuille pour compte de tiers ») qui va faire émerger les deux catégories d'analystes financiers et contribuer à donner aux organisations qui gèrent les portefeuilles et à celles qui exécutent les ordres un même « système de signification »

(DiMaggio et Powell, 1983) structuré par une même division entre les activités d'achat et de vente. Cette spécialisation par structures organisées autour de l'offre et l'achat d'instruments financiers répond à la définition du « champ organisationnel » formulée par ces auteurs (p.148) : « les fournisseurs clés, les consommateurs de ressources et de produit, les agences de régulations et les autres organisations qui produisent des produits ou services similaires »[155] : « *Pourquoi le code monétaire parle de prestataires de services d'investissement ? Parce que vous avez dans un certain nombre de cas des banques d'investissement qui ont racheté des sociétés de bourse et qui sont donc habilitées à passer des ordres. Ce sont des partenaires bien identifiés, des filiales… Vous avez là des analystes qui sont dans une société de bourse ou d'intermédiation financière, on est bien d'accord que la production de recherche, c'est pour alimenter les vendeurs dans le cadre de leur réflexion avec les clients finaux.* » [IR_1] ; « *Dans les années 1990, le vrai problème pour l'analyste buy side, ce n'était pas de se dire : « est-ce que j'ai un avis sur tout ? » mais de se dire : « est-ce que j'ai un avis sur les sociétés que je dois couvrir pour le gérant ?* » [Idem] ; « *Nous, on a une équipe d'analyse buy side qui n'a pas les mêmes préoccupations du tout que les analystes sell side puisque l'analyste buy side va défendre l'intérêt des porteurs puisque le gestionnaire par définition défend ses porteurs de parts. Car il n'y a pas de conflits d'intérêts avec qui que ce soit, avec aucune banque.* » [GF_sen_banque_5].

Les interactions entre organisations sont ressenties fortement par les analystes financiers et les gestionnaires de fonds et se traduisent par des appellations partagées par les deux catégories d'acteurs. L'analyse des verbatim montre que les gestionnaires et analystes se considèrent de façon réciproque comme des « professionnels », situés dans des « structures » au sein d'une « industrie ». Les gestionnaires parlent des analystes comme des « contreparties », les analystes des gestionnaires comme de « clients ». Ce champ est donc indubitablement défini institutionnellement par l'acceptation des deux catégories d'acteurs d'« une définition partagée de la réalité sociale » (Scott, 2001).

A cette division par type de structures, se superpose une spécialisation par types d'instruments financiers (actions, dérivés, taux), à l'imitation de ce que connaissent les structures anglo-saxonnes : « *C'est un petit peu la conséquence du fait que vous avez eu aux Etats-Unis, une tendance très lourde qui consistait à se dire : les produits financiers, on va essayer de les standardiser et d'améliorer la productivité. Et ça ce n'est pas autre chose que la conséquence d'un*

[155] "Key suppliers, resource and product consumers, regulatory agencies, and other organizations that produce similar services or products"

mécanisme qui n'est pas propre aux analystes mais je dirais aux modes d'évolution de l'industrie financière. » [IR2]. Certaines structures connaissent alors grâce au développement d'un savoir-faire sur une catégorie particulière d'instruments financiers une meilleure visibilité par rapport aux concurrents : « *Nous, ça fait maintenant dix ans qu'on explose les autres sur les dérivés.* » [GF_senior_banque_ 2]. Enfin, la spécialisation concerne les segments de marché comme le *corporate*[156] : « *Chez (...), ils sont historiquement très forts pour les introductions en bourse. Ils ont le don pour dénicher les meilleurs contrats. Ils étaient de toutes les privat*[157] *: 1993, 1997...* » [ASS_senior_banque_8] ; ou la taille de la capitalisation : « « *Notre force, par rapport aux gros comme X ou Y, depuis 10 ans, c'est la diversité en s'attachant à des aspects non sectoriels. On doit détecter des potentiels de performance en absolu. En France, on suit à peu près 200 valeurs, 60 qui sont suivies par les analystes sectoriels et 140 par les analystes mid-cap. Le critère, ce n'est pas le critère de métier, c'est un critère de taille. On ne va pas voir les investisseurs en leur disant : « dans tel secteur, on préfère telle valeur à telle valeur. », c'est : « on s'intéresse à telle valeur parce que la société est sous valorisée pour telle raison et on s'intéresse à sa stratégie pour telle ou telle raison.* ». [ASS_senior_banque_7]

De la même façon, les sociétés de gestion vont être structurées par la loi de modernisation financière de 1996 en entités séparées, distincte des autres activités financières et notamment de l'activité primaire (Kleiner, 2003). Cette visibilité institutionnelle, permise par le droit, semble « aller de soi » pour de nombreux gérants, débutants ou plus expérimentés, et constitue un puissant vecteur de légitimité (Jepperson et Meyer, 1991) : « *L'organisation de la profession est simple, elle est régie par essentiellement des textes qui…, des textes réglementaires édictés par les législateurs qu'il s'agisse des législateurs nationaux ou internationaux* » [GF_jun_banque_4] ; « *Il y a une logique à cela. C'est que vous ne pouvez pas vous décréter gestionnaire de fonds. Vous ne pouvez pas vous décréter gestionnaire de capitaux sans avoir un minimum d'adossement financier et du respect d'un corps réglementaire. Personne ne peut s'intituler… J'ai envie de devenir gestionnaire de capitaux, je pose une plaque « gestionnaire de capitaux ».* [GF_sen_banque_6]. L'analogie avec d'autres professions réglementées est amplement soulignée : *« C'est normal, c'est comme pour les avocats ou les notaires. Chacun a son métier, et son organisation professionnelle. Allez voir éventuellement les organisations professionnelles qui ont pour souci de réglementer ou en tout cas d'organiser les métiers, donc, ça va être en France la SFAF pour les analystes financiers et ça va être l'AFG pour les gestionnaires de*

[156] Activités concernant le marché primaire
[157] Privatisations

fonds. Ces sociétés là, quoi, ces associations, c'est à l'image de ce qu'on peut trouver dans d'autres professions, soit l'ordre des médecins ou l'ordre des pharmaciens. » [GF_sen_sogeind_1].

La structuration du champ des organisations de l'industrie financière, si elle découle largement de mécanismes juridiques, va aussi prendre la forme d'un mimétisme organisationnel entre sociétés de gestion et sociétés de courtage. Les modes d'organisation des sociétés de courtage vont ainsi être adaptées aux attentes de leurs clients : les gestionnaires de fonds.

B) Brokerage et Asset management : des organisations structurées de façon parallèle

La structuration de l'industrie financière s'explique en effet également par la diffusion aux sociétés de *brokerage* de l'organisation du travail des sociétés de gestion d'actifs. Ces dernières voient leurs pratiques de travail homogénéisées par la réglementation financière et des procédures internes qui visent :

- à appliquer des règles de participation aux bénéfices destinées à aligner les intérêts des gérants sur ceux des détenteurs de fonds en matière de rendement[158] ;
- à spécifier des composantes liées à la prise de risque telles que celle :

* d'une marge de déviation (*tracking error*) maximum autorisée de plus en plus étroite, cette marge représentant l'écart de rendement des portefeuilles par rapport à une référence de marché donné ;

* des règles d'investissement de plus en plus strictes et intégrant des limites relatives à la détention de certains types d'instruments financiers, des obligations de placement dans des catégories de titres spécifiques (règles de diversification imposées) et des limites touchant certaines stratégies de placement comme l'utilisation d'un levier d'endettement ou la vente à découvert : « *...on peut pas avoir un risque de plus de 10 % du portefeuille sur un nom, par exemple sur Alcatel et ça c'est réglementaire. Mais la réglementation interne peut dire : on va être encore plus prudent, on va la mettre à 5 %. Et dès lors que je dépasse 5 % de prise sur Alcatel, j'enfreins la règle en interne même si je n'enfreins pas la réglementation officielle.* » [GF_jun_banque_4] ;

* des modalités du *reporting* dont la fréquence contractuelle est au moins trimestrielle - voire mensuelle en cas d'utilisation des produits dérivés - traduisant des exigences

[158] On voit là la prégnance de la théorie de l'agence.

croissantes en termes d'information et de transparence. : « *Tous les trois mois tu passes devant un espèce de comité où tu dois expliquer tes performances.* » [GF_jun_socgeind_3].

L'objectif de la législation est de rechercher dans la standardisation, la transparence et le contrôle des procédures, une garantie de la qualité des choix de gestion traduisant un souci de protection de l'investisseur. Cette standardisation normative des processus d'investissement normalise les pratiques et entraîne une plus grande uniformité de comportements parmi les gérants. On observe ainsi parfois l'effacement progressif de la frontière entre gestion passive, visant à répliquer l'évolution d'indices de marché donné et gestion active visant à sélectionner des titres particuliers. Il existe en effet un large éventail de pratiques recourant de façon plus ou moins nette à l'analyse financière[159]. Mais le recours à l'analyse financière étant quasi inexistant pour la gestion indicielle : « *Sur longue période, toutes les études démontrent qu'il est très difficile de battre le marché. Donc pourquoi faire de la gestion active et se taper l'analyste si tu ne peux pas battre le marché ? Tant qu'à faire, reproduire l'indice, c'est mieux.* » [GF_jun_banque_4] ; « *Dans la gestion quanti, tu construis une black box qui va, par rapport à des critères bien définis, qui va... te faire un portefeuille. C'est une gestion où le rôle du gérant est très limité.* » [GF_jun_socgesind_3].

L'évolution très nette depuis la loi MAF de 1996 est la prépondérance au sein des sociétés de gestion d'une gestion benchmarkée située dans un cadre sectoriel. Cette vision résulte d'une division du travail bien établie, opérée en séquences distinctes. Nous avons pu constater lors de la revue de littérature que cette segmentation était établie depuis le début des années 1990 aux Etats-Unis (Férone, 1997 ; Sharpe 1999 ; Montagne, 2002) pour la gestion d'actifs provenant des fonds de pension. Les choix du gérant en France vont suivre le même *process* reprenant une spécialisation des métiers et une répartition claire des responsabilités entre économistes (en charge des préoccupations macro-économiques), les stratégistes (définissant l'allocation d'actifs par secteurs d'activités), les analystes buy-side de la société de gestion et enfin le gestionnaire de fonds : « [Les choix de gestion] *peuvent être motivés par plusieurs facteurs. Des facteurs macro économiques, tout ce qui est perception de la croissance des pays, les perspectives sur le chômage, le désendettement des entreprises etc. Il y a également l'aspect micro économique qui rejoint là le côté actions. On s'intéresse par exemple au fait que Peugeot vend très bien son dernier modèle de voiture et donc il va y avoir de gros bénéfices dans l'entreprise, contraction des marges, augmentation des effectifs. Après on va regarder la politique menée par les*

[159] C'est pour cela que nous avons choisi dans notre échantillonnage, les gestionnaires utilisant les services d'analyse financière *sell-side* et *buy side* de façon habituelle.

dirigeants de ces entreprises, savoir quels sont leurs projets, est-ce qu'ils ont envie de faire de la croissance organique et racheter d'autres entreprises ou est-ce qu'ils ont envie au contraire de réduire les coûts etc. Donc, le métier de gestionnaire tel que je le vois et qui me paraît satisfaisant c'est la compréhension de tous ces mécanismes, de ces agents qui interagissent entre eux. » [GF_sen_banque_5].

Dans une démarche d'isomorphisme organisationnel (DiMaggio et Powell, *op. cit.*), les structures de brokerage employant les analystes sell-side vont répondre à ces nouveaux modes de gestion de leur clientèle et adopter cette même division *top-down*. Ainsi, le travail d'analyse financière va s'inscrire dans une stratégie de constitution des portefeuilles financiers de type *top down* qui comporte d'abord une approche du secteur (et éventuellement du contexte économique), puis à l'intérieur de chaque secteur, opère une analyse de la performance relative des valeurs étudiées. Les analystes rencontrés sont unanimes pour caractériser cette transformation des structures d'analyse financière :

« *C'est pourquoi dans le passé, les sociétés de bourse de taille petite où il y avait une quinzaine d'analystes qui suivaient beaucoup de valeurs, et bien ce modèle est en train de mourir car l'organisation de nos clients fait en sorte que tout a été organisé pour qu'on passe à un mode de gestion qui est à la fois indiciel, sectoriel et qui va dans les détails du secteur c'est à dire de comprendre dans les moindres détails. Ils veulent comprendre tout sur un secteur précis. On répond à l'organisation de nos clients et leur organisation aujourd'hui, quand on regarde les types de fonds qu'ils gèrent, par exemple les fonds techno, alors il faut avoir une expertise techno alors ça peut être les opérateurs télécoms, les médias… Après il y a une gestion qui est beaucoup plus traditionnelle comme l'industrie. Mais quand on regarde l'organisation de nos clients, il y a les gérants qui gèrent, derrière il y a les analystes buy side qui sont eux aussi divisés par secteurs. Parce qu'un gestionnaire, s'il est pas benchmarké, non, parce que la gestion benchmarkée, c'est ce qu'il y a de plus con, on prend le secteur, enfin…, ce monsieur il dit : « Moi dans ma gestion, on est dans une reprise cyclique, donc il faut que je prenne des valeurs cycliques, quels sont les secteurs cycliques ? ». Il les définit et il se dit qu'il vaut mieux jouer sur un secteur que je connais, ça peut être les matériaux de construction. Dans sa tête, il faut qu'on puisse lui apporter une réponse par rapport au passé, par rapport à ce qu'on pense du futur, par rapport à l'histoire de la société. Mais comme il a besoin qu'on soit très très proche de la société dans le sens où on connaît très très bien la société pour qu'on puisse lui donner une information précise.* » [ASS_senior_banque_7]

« *Notre client* [gestionnaire] *qui est bien organisé et qui a une gestion indicielle mais aussi sectorielle nous demande d'avoir une certaine expertise sur des secteurs bien précis.* [ASS_junior_banque_11]

« *Les gérants se sont spécialisés en acquérant un certain savoir et dans ce cas-là l'analyste est obligé de se repositionner par rapport à ça et doit se concentrer sur un secteur pour avoir une certaine valeur ajoutée.* » [ASS_senior_banque_4]

L'homogénéisation et la standardisation des pratiques de travail entraînent un isomorphisme organisationnel entre structures de gestion et de *brokerage*. Sous l'effet de la réglementation, cet isomorphisme comprend des dimensions coercitives et normatives très prégnantes. Ce processus va s'accompagner, à partir de la seconde moitié des années 1990, de nouvelles stratégies développées par l'ensemble des structures de *brokerage*.

2. Les configurations stratégiques et organisationnelles dans lesquelles s'inscrivent les modes de gestion

A) Vers des stratégies de niche

Si la banque de détail joue un rôle important dans la contribution aux résultats des banques françaises (en moyenne, un peu plus de la moitié du produit net bancaire entre 2003 et 2007) avec une gamme complète de produits et services bancaires, les activités sur les marchés financiers occupent une part non négligeable dans le résultat de celles-ci , comme nous avons pu l'analyser au cours du chapitre 1 de la revue de littérature (notamment : Pastré, 2006). L'activité de gestion d'actifs (*asset management*) occupe également une place importante dans la concurrence internationale face aux grandes gestions anglo-saxonnes et apparaît comme le pôle d'excellence des banques françaises : avec près de 1 600 milliards d'euros d'actifs, la France occupe la quatrième place mondiale en matière de gestion pour compte de tiers. Le métier « banque de financement et d'investissement » est plus volatil et cyclique du fait de sa dépendance à la conjoncture boursière mais contribue à une part de plus en plus importante du PNB bancaire (35 % en moyenne entre 2003 et 2007[160]). Si une grande partie des activités de ce métier concerne l'octroi et la gestion de crédits intermédiés ou classiques (prêts, découverts, crédits documentaires, crédits syndiqués …), l'activité banque d'investissement est amenée à opérer sur les marchés financiers dans deux cas : soit dans le cadre d'émission et placement de titres pour le compte des entreprises sur le marché primaire (fusions, acquisitions, introductions en bourse...), soit dans le cadre du marché secondaire.

C'est principalement dans ce second cadre qu'évoluent les filiales *brokerage* des banques multi-capacitaire, en proposant aux investisseurs institutionnels des services d'intermédiation et d'exécution de leurs ordres.

Cependant, ces filiales interviennent également à côté de la banque d'investissement du groupe dans les activités du marché primaire (ou *corporate*) : introductions en bourse, placements de nouvelles émissions de titres financiers (ex. : obligations) et offres publiques d'échange : *« Vinci, que je suis, est aussi une société très importante pour l'Investment Banking. Par exemple, si Vinci veut acheter une autre société, ils passent par notre intermédiaire ou s'ils veulent placer des nouveaux titres sur le marché, des obligations ou des dérivés par exemple, ils vont passer par nous. »* [A11SG] ; *« Les sociétés de bourse font généralement partie du Corporate Investment Banking c'est le sigle CIB. Dans ces activités là, on regroupe fusions-acquisitions, financement des entreprises, et les opérations en titres, type augmentation de capital et le brokerage. Et là, la compétence de l'analyste est appréciée parce qu'on va dire à l'entreprise : voilà, si vous vous introduisez en bourse, on a un analyste qui va pouvoir vous présenter à nos clients investisseurs. »* [R2SG]. Pour les banques françaises, entre 2003 et 2007, les activités sur les marchés financiers bénéficient d'une conjoncture favorable après trois années moroses[161] (2000-2003) consécutives à l'éclatement de la bulle Internet. Grâce à des marchés boursiers redevenus haussiers (du fait d'un afflux de capitaux dû notamment au dynamisme des *hedge funds*), les revenus des métiers de marché ont connu une croissance annuelle pour 2006 oscillant entre 26 % et 35 % du PNB banacire pour les trois principales banques d'investissement françaises. La vente de produits d'investissement de plus en plus sophistiqués (produits dérivés sur actions, taux, produits de change...) contribue largement à ce dynamisme car ceux-ci génèrent des taux de rentabilité élevés.

Dans un contexte de redressement significatif des bourses mondiales et d'accroissement des volumes placés entre 2003 et 2007, les investisseurs institutionnels font davantage appel aux banques pour les besoins d'exécution de leurs ordres mais également pour la capacité des banques à placer auprès d'eux des produits financiers (principalement actions) dans la constitution de leurs portefeuilles. Dès lors, les filiales *brokerage* des banques

[160] Nous verrons dans notre conclusion comment la crise des subprimes qui s'est déclenchée à l'été 2007 a modifié la profitabilité des activités de marché des banques.

[161] Nous montrerons plus bas comment la crise financière remet en cause cette évolution.

disposent d'équipes d'analystes financiers (« Recherche ») et de vendeurs, en contact permanent avec les investisseurs institutionnels français et internationaux, tant pour les achats/ventes d'actions sur le marché secondaire que pour les placements sur le marché primaire. Les bureaux de recherche *sell-side* permettent ainsi aux investisseurs d'avoir des conseils pour leurs processus d'investissement en matière d'achat/vente d'actions. Nous observons une « bancarisation » de l'analyse financière en France : celle-ci reste très concentrée chez cinq intermédiaires financiers qui sont, à l'exception d'une structure, des filiales *brokerage* de grandes banques. Ainsi, sur le marché français de l'intermédiation financière qui se détermine par le nombre d'ordres exécutés, ces firmes de *brokerage* emploient à elles seules 314 analystes sur les 545 *sell-side* recensés par le guide Agéfi 2005 des professionnels de la finance et se partagent l'essentiel du marché de l'intermédiation financière.

C'est donc dans un contexte (2003-2007) de trend boursier très favorable que se sont déroulés nos entretiens avec les analystes financiers, leurs managers et les responsables ressources humaines des structures d'analyse financière. Ce ne fut pas toujours le cas. Le marché de l'intermédiation et de l'analyse financière a connu de profondes mutations : après une période d'euphorie au cours de la seconde moitié des années 1990, le retournement boursier consécutif à l'éclatement de la bulle internet a entraîné une reconfiguration des entreprises françaises de *brokerage* employant les analystes financiers. La crise que traversent les banques d'investissement depuis l'été 2007 et qui a connu son paroxyme à l'automne 2008 est aussi en train de changer profondément la donne.

1. L'expansion des sociétés de courtage dans les années 1990

La seconde moitié des années 1990 marque une période faste pour les banques françaises. Dopées par une croissance importante et continue des marchés financiers, ces banques se lancent dans des projets de développement de leurs activités d'intermédiation financière sur le marché secondaire. Elles s'appuient sur les anciennes sociétés de bourse qu'elles ont rachetées au début de la décennie pour diversifier leurs palettes d'actifs (phénomène d'« équitisation ») à destination de leurs clients investisseurs ou pour leur compte propre. Elles développent alors massivement leurs activités de *brokerage* mais également de banques d'affaires (*corporate finance*) et gestion d'actifs (*asset management*). Elles se lancent

dans des stratégies de développement international pour être présentes sur les grandes places financières de la zone euro et sur le marché américain et britannique des actions.

Ces stratégies se traduisent par des rachats de *brokers*, l'arrivée d'analystes financiers étrangers à Paris et l'ouverture de bureaux dans la plupart des places financières européennes. Ces stratégies d'*international et paneuropéen equities* se trouvent confrontées à la concurrence des grandes banques d'affaires américaines comme Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Citigroup, implantées sur le marché américain depuis fort longtemps. Celles-ci dominent ce marché domestique d'actions et d'obligations, beaucoup moins concurrentiel que le marché européen. Cette domination du marché américain, fort générateur de rentabilité, leur permet de financer leur développement en Europe et en Asie. Grâce à cette capacité financière importante, il apparaît au début des années 2000 que ces banques américaines sont les seules capables d'avoir une taille mondiale dans les métiers de l'intermédiation financière à destination des investisseurs institutionnels, comme le note un responsable de bureau : *« Par rapport aux global brokers, on était trop petit pour être paneuropéen et trop lourd pour être uniquement français »* [R12SM]. Car c'est à partir de 1995 que ces grands *brokers* américains investissent massivement les marchés européens à partir de la place londonienne en mettant en place des équipes de plusieurs centaines d'analystes *sell-side* couvrant la quasi-totalité des secteurs économiques européens. Elles rachètent massivement les *brokers* anglais qui dominaient jusque là le marché européen. Le résultat de cette stratégie de pénétration du marché européen est qu'en volume des ordres traités, les filiales *brokerage* des grands banquiers américains voient leurs parts de marché passer de 10-15 % à 50 % en l'espace de dix ans. A titre d'exemple, l'activité courtage chez Goldman Sachs qui était de 2,9 milliards de dollars de chiffre d'affaires en 1997 va passer en 2005 à 16,3 milliards de dollars.

Face à l'exacerbation de la concurrence des « *big brokers* » américains, les banques françaises vont se rendre compte du surdimensionnement de leurs activités de courtage et surtout que celles-ci représentent un centre de coût important. Le retournement du marché boursier en 2001 avec l'éclatement de la bulle Internet va leur être fatal.

2. *Les désillusions et les charrettes : les conséquences du krach de 2001*

L'année 2001 marque une rupture après l'euphorie boursière des précédentes années. Avec l'éclatement de la bulle Internet, le secteur de l'intermédiation financière est touché de plein fouet par la baisse sensible de la plupart des indices boursiers au niveau international. Dès mars 2000, les volumes échangés sont en forte diminution : *« A Paris, pour la période 1995-2000, c'était un long fleuve tranquille. Avec l'éclatement de la bulle, les transactions commencent à chuter pas mal. »* [A18SG]. Cette situation a pour conséquence d'affecter la rentabilité des brokers, rémunérés en fonction d'une commission prélevée sur le montant des ordres passés par leurs clients investisseurs : *« D'un côté, les valeurs baissent, on a 40 % de baisse en 18 mois et non seulement les valeurs baissent mais en plus les volumes baissent. Et quand vous êtes brokers, vous êtes payés en fonction des valeurs mais aussi en fonction du nombre de fois que ça tourne. Si vous êtes payés 40 % moins parce que les valeurs baissent et deux fois moins parce que ça tourne deux fois moins, vous pouvez faire le calcul, ça fait beaucoup moins. Il y a une commission qui est proportionnelle, en points de base, par rapport à ce qui passe dans les tuyaux et ce qui passe dans tuyaux, c'est bien en valeur. Si le marché est à 3000 ou si le marché est à 6000, pour un broker, ce n'est pas la même chose. C'est sensible à la fois au mouvement mais aussi à la valorisation. La commission est proportionnelle à la valeur de la transaction. Avant, les commissions ont pas mal baissé du fait que les marchés ont beaucoup monté. Mais à partir de 2000, quand la valeur des marchés baisse, les valeurs baissent, l'activité baisse, du coup ça a un double effet négatif sur les brokers.* » [A29SM]. En outre, les gestionnaires de fonds commencent à prendre conscience de l'importance de ces coûts d'intermédiation et de leur impact sur la performance de leurs fonds. Selon des études menées par des cabinets d'audit anglo-saxons commanditées par les investisseurs, ils représentent de 15 à 30 % des coûts totaux supportés par les gérants. Ceux-ci vont dès lors faire pression sur les *brokers* pour renégocier à la baisse les *brokerage fees*.

Ce contexte entraîne une véritable crise de rentabilité pour les *brokers* et met en lumière la surcapacité des services de recherche. La première réaction viendra du marché américain où la plupart des banques d'investissement (JP Morgan, Merrill Lynch...) annoncent fin 2001 des licenciements massifs au sein de leurs départements *brokerage* et recherche. A l'instar de leurs concurrentes anglo-saxonnes, les banques françaises se lancent dans une politique claire de *down-sizing*. Ainsi, dans un contexte général de reconfiguration

de l'activité banque de détail (marché de la clientèle particuliers et PME) avec des vagues de fusions et d'acquisitions, les années 2002-2003 témoignent d'un bouleversement important du marché français du courtage : fusion des équipes de recherche qui va concerner les quatre principaux brokers français, disparition pure et simple de la filiale *brokerage* d'une grande banque française avec rachat d'une partie des équipes par un broker indépendant, ancien agent de change.

Les analystes rencontrés qui ont vécu cette période expliquent que les restructurations ont suivi deux principales tendances. D'une part, lors de la fusion de bureaux, priorité a été clairement donnée aux salariés de l'entreprise absorbante. Les doublons par secteurs couverts ont été supprimés avec le licenciement des analystes de l'entreprise absorbée et seuls les analystes « star » et non spécialisés dans le secteur technologique de l'ancienne structure furent maintenus à leur poste : *« Nous n'étions plus que 40 mais avant, on était 100. On s'est posé la question de conserver ceux qui avaient une forte visibilité sur le marché mais qui ne s'étaient pas décrédibilisés avec les valeurs techno. »* [A16SM] ; *« Je suis resté en place malgré le rachat de la boîte. Je crois que c'est sans doute parce que je commençais à bien me débrouiller sur les valeurs de la grande distrib... »* [A7SG] *; « Je me souviens d'avoir réfléchi tout haut (rires) au fait que j'allais me casser avec mon carnet d'adresses du management des sociétés que je suivais depuis dix ans. Ca a dû les faire réfléchir ! »* [A9SG] ; *« Il y avait la possibilité de partir de [...] et de pouvoir vendre cette expérience à l'extérieur car [...] était vue comme un succès, une très bonne expérience.* » [A24SM]. Quant aux entreprises restées sur le marché, elles ont réduit drastiquement la taille de leur équipe en deux temps. Tout d'abord, les contrats à durée déterminée n'ont pas été renouvelés : *« Il y avait beaucoup de contrats qui étaient temporaires et donc dans un premier temps, ce sont les derniers entrés... C'est un peu comme du LIFO, c'est « last in, first out »... Ce sont ceux qui avaient les statuts les plus temporaires qui ont été arrêtés et donc, dans un premier temps, cela s'est fait comme ça. »* [A16SM]. Ensuite, lorsque le marché a poursuivi sa baisse, les restructurations (plans de licenciements et de départs volontaires) ont touché les salariés à contrat à durée indéterminée et parmi eux, principalement la population des analystes les plus âgés, avec les rémunérations les plus importantes : *« A la fin sur 120 analystes, on a été une dizaine à ne pas être licenciés. Ceux qui sont restés, c'étaient les juniors qui étaient les moins bien payés. Moi, à l'époque, j'avais deux ans d'ancienneté, autant dire que je ne leur coûtais rien. »* [A5JM]. Enfin, quelles que soient les structures, selon la SFAF, sur cette période, en l'espace de deux ans, les salaires ont été divisés par trois et le taux de chômage a atteint 9 % : « *Pour les analystes financiers,*

l'âge d'or n'est plus qu'un souvenir. Terminé la période de la fin des années 1990 où ils étaient surmédiatisés, redoutés par les émetteurs, traités et payés comme des stars du show-business. » note un quotidien français en 2002[162].

La gestion des restructurations effectuée à cette période marque la rupture d'un compromis établi à la fin des années 1980 et qui avait duré dix ans. Des marchés haussiers de façon continue entraînent mécaniquement des commissions sur les volumes de courtage de plus en élevées ; commissions répercutées sur les rémunérations, comme le montrent nos entretiens (*« quand le marché était bon, le variable était important »* [A7SG]...) ainsi que les études sur cette période que nous avons analysées précédemment dans notre revue de littérature. Ces politiques de rémunérations hautes s'accompagnaient d'une relative stabilité professionnelle caractérisée par une mobilité externe assez faible et des perspectives de mobilité interne au niveau des bureaux internationaux qui se développent au cours de la décennie (Londres et New-York, principalement). En 2001, c'est la première fois que ce cercle vertueux est rompu ; le krach de 1987 s'étant produit avant la naissance et l'expansion des sociétés de bourse.

La gestion des sureffectifs de cette période va avoir des répercussions jusqu'à l'heure actuelle et concerner à la fois les analystes seniors et juniors. Pour les plus anciens, cette gestion va entraîner une perte de confiance dans l'institution que beaucoup ont contribué à créer et développer : *« À Paris, quand il y a des plans de restructuration, au début ce sont les LIFO qui sont touchés et quand les FIFO*[163] *commencent à être touchés, on perd l'enthousiasme du début, on se dit : lui, ou elle, était avec nous au début.... . Il commençait à y avoir plus d'interrogations sur* <u>*le modèle*</u> [souligné par nous] *»* [A16SM] ; *« On a commencé en 1989 avec une vingtaine de personnes et ensuite 30 ou 40. Et quand on est 40, on est 12 ou 15 analystes. 40 personnes, c'est une petite équipe. L'objectif, c'était de devenir le premier broker à Paris. Il fallait faire nos preuves et donc il y avait la volonté très nette d'avoir un projet agressif. Et c'était bien perçu comme tel par les clients. Nous, on voit que ça marche assez vite, on a l'impression que le produit est bon, qu'il est innovant. Il y a très vite une approche qui se met en place qui essaie de structurer et ça va avec le renforcement progressif dans les positions style classements Extel, Institutional Investor, Agefi. On voit qu'on pénètre*

[162] *Le Monde* du 24 mars

[163] *Last In*, *First Out*; *First In*, *First Out*.

assez bien jusqu'en 1999-2000, où on est perçu comme très dominant. En quatre ans, on est une centaine. Aussi bien dans ce que disent les clients qu'en interne, on est perçu comme l'un des 2, 3 brokers de référence à Paris. Après notre rachat par [...], de l'équipe du début, on est plus que deux analystes. ». [A27SM]; *« J'ai commencé à comprendre qu'avec la crise de 2002, ça avait complètement changé. L'analyste devait maintenant pouvoir justifier son coût salarial.* [Relance : coût salarial ?] *Oui, c'est ça. On était devenu des coûts. »* [A11SG]. Pour cette population, les considérations de rémunération, même si elles n'étaient pas occultées *(« On gagnait bien notre vie »* [A16SM] ; *« Ce n'était pas trop mal payé »* [A7SG] ...), n'étaient pas vraiment fondamentales et le métier était perçu avant tout comme une source d'enrichissement intellectuel. La recherche de la satisfaction au travail par une collaboration intellectuelle au sein d'une équipe de « pionniers » de l'analyse financière était alors un objectif fondamental : *« On faisait ça parce qu'au début, on se disait que ça avait l'air sympa, la finance, on se creusait la cervelle. Quand j'ai vu comment tout ça a tourné, je me suis dit comme beaucoup de copains des débuts, qu'il valait mieux partir. Partir et faire autre chose, ce n'était pas un problème pour nous. Parce qu'à Paris, ici, ce n'est pas comme à Londres où la culture de la finance, c'est quelque chose de très prégnant. »* [A18SG] *; « Quand j'ai commencé chez [...], j'ai sorti une analyse sur la valeur intrinsèque des boîtes financières. C'était l'une de mes nombreuses trouvailles. A l'époque, on se posait beaucoup de questions sur les méthodes de valo, sur la pertinence de nos reco, comment les boites évoluaient...* » [A9SG]. Ces analystes financiers s'inquiètent en outre de l'apparition à cette période d'une dérive dans les modes de recrutement qualifiés volontiers de « jeunistes » : *« On se rend compte progressivement que 2001 est moins bon que 2000, 2002 moins bon que 2001 etc. et à ce moment-là, il y a pas mal de départs négociés avec par exemple un analyste type 50-55 ans et on se demande s'il a vraiment envie de continuer parce que retrouver un boulot à 55 ans dans la finance... Donc, on se dit que c'est peut-être pas plus mal de trouver un accord. »* [A27SM]; *« Ca leur coûtait moins cher de prendre un petit junior »* [A8SG] *; « L'âge moyen dans les sociétés de bourse a commencé à vraiment baisser juste avant la bulle techno. »* [A6SG]; *« Les juniors se mangent entre eux, clairement. On ne voyait pas ça cinq ans avant. C'est devenu très darwinien. »* [A24SM]. S'agissant justement des juniors recrutés au cours de la décennie, ils vont intégrer cette nouvelle modalité de gestion fondée sur une corrélation très forte entre flux boursiers (« trend »), modes de recrutement et politiques de rémunération. Il leur apparaît clairement normal qu'en période de marchés boursiers baissiers, les recrutements cessent et que les structures licencient : *« Nous avons appris fin 2003 que nous allions être mangés par [...], mais bon, c'est le risque du métier »*

[A22JG] ; *« Il faut savoir survire à tous les plans de licenciements »* [A17JM]. **Beaucoup forment alors des stratégies d'anticipation** : *« le retournement très brutal des marchés après juillet-aout 2002 a amené [...] à suspendre son plan de développement à trois ans. Du coup, ils ont commencé à licencier. J'avais senti le vent venir car six mois avant, les indices étaient pas fameux... Du coup, six mois avant les charrettes, j'avais commencé à balancer mes CV un peu partout. »* [A28JM] ; **ou de constitution de réseaux** : *« Aujourd'hui, ça marche bien pour toi mais dans un an ou deux, ça peut changer et c'est toujours mieux d'avoir de bons contacts dans les autres banques. »* [A3JG] ; *« Le monde des analystes est assez petit et les gens sont cordiaux parce qu'on ne sait jamais... »* [A17JM]. Nous verrons aussi plus loin dans l'analyse des processus d'emploi comment le trend boursier constitue l'une des explications aux forts taux de turn-over relevés dans la profession pour cette catégorie.

En définitive, la gestion des sureffectifs consécutive au retournement brutal des marchés financiers a modifié les représentations des analystes financiers seniors et introduit de nouveaux schèmes d'interprétations pour les juniors. La première catégorie montre clairement sa méfiance voire son hostilité vis-à-vis des nouvelles configurations d'emploi des firmes de *brokerage* responsables d'une dévalorisation du professionnalisme, de l'esprit d'équipe et de solidarité qui existaient auparavant, valeurs qui avaient présidé à la création et au développement des sociétés de bourse. Quant aux juniors, ils doutent des capacités des structures, du fait de leur très forte sensibilité au trend boursier, à leur assurer un emploi pérenne et une rémunération en progression. Enfin, les responsables de bureaux et les managers d'équipes d'analystes considèrent cette gestion comme salutaire ; l'assainissement des marchés devait s'accompagner naturellement d'une réduction des effectifs : *« On a été racheté par [...] et ils ont viré 80 % des effectifs. C'est nettement mieux géré maintenant. »* [R2SG] *; « Il y avait quand même pas mal de gras. »* [A18SM]*; « Avant, c'était vraiment tout et n'importe quoi. »* [R4SG].

Ces nouvelles logiques d'emploi précèdent le changement de stratégie des firmes de *brokerage* à l'égard de leurs clients investisseurs : *« Il faut savoir que cette structure a changé de stratégie, donc les analystes sont partis d'eux-mêmes ou parfois pudiquement remerciés et ont été remplacés par des analystes récemment recrutés dans l'équipe. »* [A24SM] ; *« Quand nous avons décidé de nous concentrer uniquement sur les valeurs françaises, il était devenu clair pour nous* [la direction générale et le responsable du bureau] *que beaucoup d'analystes*

étaient devenus inutiles » [R2SG]; *« En France, on suit à peu près 200 valeurs, 60 qui sont suivies par les analystes sectoriels et 140 par les analystes mid-cap. Les mid-cap, on les faisait pas avant ou très peu. Le critère, ce n'est pas le critère de métier, c'est un critère de taille. Donc, on devait trouver des compétences fortes dans ce domaine. »* [A9SG].

3. L'adoption de nouvelles stratégies ou comment se différencier

Après le retournement boursier de 2001, les filiales *brokerage* des banques françaises repensent leur positionnement sur le marché de l'intermédiation financière. Prenant conscience qu'elles ne peuvent rivaliser avec leurs concurrentes américaines, elles abandonnent leur diversification à l'échelle internationale et se retirent partiellement ou totalement des marchés asiatiques et américains pour se concentrer sur la clientèle d'investisseurs intéressés par les valeurs européennes. Elles réduisent la palette d'instruments financiers sur lesquels elles interviennent pour se concentrer sur les marchés d'actions. Dans cette optique, elles vont alors décider de se focaliser sur la couverture des grandes valeurs européennes sur une vingtaine de secteurs d'activités : *« On sent l'objectif de réduire les coûts de suite et c'est de se dire tout bêtement : est-ce qu'on met 200 ou 300 positions ? Et du coup, ce n'est pas le même plateau qu'on doit avoir. »* note un responsable de bureau [R2SG].

Deux tendances émergent pour les cinq entreprises présentes sur le marché français. D'une part, pour un premier groupe d'entreprises, le choix d'une politique de niche sur les *small* et *mid caps*, les valeurs françaises ou l'investissement socialement responsable (en formant des équipes d'analystes spécialisées sur la recherche ISR). Un analyste français nous explique ainsi le changement de stratégie de sa structure après 2001 : *« La boîte s'est pris de plein fouet le retournement du marché en 2001. On a été acculé. Maintenant, ce n'est pas du tout le même positionnement. C'est un positionnement stratégique clair sur les secteurs d'excellence français. Ce n'est pas forcément un positionnement qui nous permet d'avoir accès à tous les comptes, tous les investisseurs institutionnels ne sont pas nos clients mais au moins, notre positionnement, il est là et il est clair et net. Quand un Américain veut s'intéresser à un secteur français ou à une action française, notre job, c'est d'essayer qu'il pense à nous comme un cabinet d'excellence sur les sociétés françaises. »* [A11SG]. D'autre part, sans l'afficher clairement dans une stratégie, les autres entreprises veulent se distinguer en privilégiant une expertise forte sur l'analyse fondamentale d'une part et une expertise bien établie sur le marché primaire d'autre part.

Ce repositionnement des firmes françaises de *brokerage* dans des stratégies de différenciation peut être schématisé par le tableau ci-dessus :

Tableau 20 : Les nouvelles stratégies des entreprises de *brokerage*

activités / *firmes*	*Marché*	*Nombre de secteurs couverts/Nombre d'entreprises couvertes*	*Stratégies de différenciation*
CIC-CM	***Trading* sectoriel paneuropéen**	20/300	Spécialisation *small* et *mid cap* Recherche ISR
SOCIETE GENERALE		27/800	Présence + forte sur le marché américain et asiatique Large palette d'actifs offertes aux investisseurs : obligations secteurs publics et privés, dérivés actions, options listées, warrants, certificats et produits structurés ... Recherche ISR
IXIS		20/NC	Volonté de privilégier la recherche par rapport au *trading*
ODDO		20/340	Spécialisation valeurs françaises
CREDIT AGRICOLE-CHEVREUX		29/700	Couverture la plus large possible des valeurs européennes pour cibler les « grosses » gestions Expertise de la vente dans les relations avec les investisseurs et sociétés cotées Recherche ISR

Les entreprises de *brokerage* adoptent ainsi des stratégies de « concentration de l'activité fondée sur la différenciation » (Porter, 1986 pp. 27-28[164]) **appelées couramment stratégies de niche ou de focalisation**. Celles-ci consistent pour ces entreprises à se limiter à un segment particulier du domaine d'activité stratégique de l'intermédiation financière afin de se singulariser sur des besoins particuliers de leurs clients. Reposant sur le choix d'une cible étroite, cette niche correspond aux clients investisseurs ayant des attentes particulières en termes de suivi de valeurs (actions françaises, petites et moyennes capitalisation) ou de stratégies d'investissement (investissement socialement responsable). Il s'agit maintenant d'analyser l'organisation de ces structures à la lumière des travaux d'Henry Mintzberg (1982).

B) Des bureaucraties professionnelles adoptant des dimensions mécanistes

1. Les modes de division du travail

Quelle que soit la taille de l'effectif, les sociétés de *brokerage* moyennes ou grandes semblent adopter une configuration structurelle similaire que l'on peut qualifier de bureaucratie professionnelle au sens d'Henry Mintzberg (1982). Cependant de nombreuses évolutions de ces sociétés évoquent la mise en place de dimensions mécanistes qui s'opèrent au détriment de la recherche. Nous décrivons l'organisation de ces structures à travers les cinq composantes identifiées par cet auteur.

- **le sommet stratégique** : il représente la partie la plus haute de la hiérarchie constituée du Président directeur général (Président du conseil de surveillance pour une structure de forme nouvelle) assisté d'un secrétariat général et de directions qualifiées tantôt de « direction administrative et financière » ou « direction financière et direction des ressources humaines ». Le PDG est en liaison avec celui de la banque d'investissement dont l'entreprise d'investissement constitue la filiale ;

[164] Cette stratégie ne doit pas être confondue avec les stratégies de différenciation comme le relève l'auteur : « La différence [entre ces deux stratégies] tient à ce qu'une firme qui opte pour une différenciation générale fait reposer sa stratégie sur des caractéristiques appréciées par un large éventail de clients (par exemple, IBM pour les ordinateurs), alors que la firme qui opte pour une concentration par différenciation recherche des segments aux besoins particuliers et satisfait ceux-ci mieux que n'importe quel autre concurrent (par exemple, Cray Research pour les ordinateurs). »

- **la ligne hiérarchique :** elle fait le lien entre le sommet stratégique et le centre opérationnel. Il s'agit tout d'abord du responsable du bureau d'analyse (souvent dénommé « patron de la recherche ») auxquels viennent s'ajouter les responsables de chaque secteur industriel (automobile, biens d'équipement, distribution alimentaire, luxe, banque etc.). Suivant la taille des équipes de recherche, ces responsables sont plus ou moins nombreux. On compte ainsi de quinze à vingt responsables sectoriels pour les grandes structures et de cinq à dix pour les structures moyennes ;

- **le centre opérationnel :** il correspond aux membres des structures de *brokerage* dont le travail est directement lié à la production du service offert : la prestation de services d'investissement aux investisseurs institutionnels. L'initiation des ordres est assurée par le front office tandis que le back office est chargé de leur dénouement ce qui fait de cette entité une unité de soutien logistique, analysée plus bas. ***Le front office*** est composé de vendeurs, analystes financiers et *sales traders*. *Les vendeurs* sont organisés par produits (actions, dérivés d'actions et obligations), par zones géographiques et par type de clientèle. En amont, ils sont en contact régulier avec les analystes financiers et utilisent leur recherche pour conseiller et démarcher leur portefeuille clientèle d'investisseurs dans leur stratégie d'investissement de vente ou d'achat d'instruments financiers. En aval, ils travaillent avec les *sales traders*, spécialisés eux aussi par produits et par zone géographique. Ces derniers sont l'interface entre les vendeurs, les clients et le marché. En relation avec les vendeurs, ils répondent aux intentions d'achat et de vente des clients en leur indiquant les transactions possibles. Une fois que le client a accepté les termes de la transaction établis par les vendeurs, les *sales traders* vont traiter la négociation aux conditions établies par le client. A cet effet, ils s'assurent de la bonne gestion des intérêts du client, de la liquidité ainsi que de la bonne exécution, par le middle-office, des ordres de bourse passés par les clients. Ils anticipent et informent ces derniers sur les événements susceptibles d'impacter l'évolution du marché à court terme. Cette catégorie se distingue des traders pour compte propre qui prennent des positions en fonction d'un montant de capital qui leur alloué par la structure. *Les analystes financiers* sont spécialisés par secteur

d'activité (comme nous l'analyserons plus loin) pour les grosses capitalisations (*big cap*) ou sont regroupés sur les valeurs moyennes (*small* et *mid cap*) sans division sectorielle. Les analystes *big*, *small* et *mid cap* ont pour mission d'initier et de promouvoir des recommandations sur les valeurs qu'ils suivent auprès des vendeurs et directement auprès des clients-investisseurs. Ceux-ci peuvent être également invités à participer à des *road shows* ou *one-to-one*. Ce sont des rencontres initiées par les analystes au cours desquelles une société cotée va présenter aux investisseurs les caractéristiques d'une opération financière en cours (comme une augmentation de capital ou une introduction en bourse) ou les résultats de l'exercice et la stratégie du groupe. L'objectif de ces présentations est de susciter *in fine* chez le gérant une décision d'investissement sur cette société et de l'inciter à passer par la suite, ses ordres chez le *broker*, ordres traités par les salariés de la composante logistique.

- **la logistique** : elle se compose du ***middle et back office*** qui désignent les activités de soutien logistique du front-office, composé de salariés chargés du traitement administratif des opérations de courtage effectuées. *Le middle office*, chargé du suivi de marché fait la jonction entre le front et le back office. Il est responsable de l'enregistrement de toutes les transactions effectuées par les *sales traders* sur le compte désigné. Il informe les clients gestionnaires dont il est l'interlocuteur privilégié. *Le back office* est chargé d'assurer le suivi administratif et comptable des opérations conclues au front office. Il vérifie la position des comptes : validation des écarts de positions et de transactions, suivi mensuel des commissions avec les sociétés de gestion, contrôle des écritures quotidiennes entre les clients et les chambres de compensation. Enfin, il ajoute des taxes et frais divers en fonction des pays, effectue le règlement et la livraison des titres, gère le versement des dividendes des actions et des intérêts des obligations.

Les activités du centre opérationnel et de la logistique peuvent être schématisées comme suit :

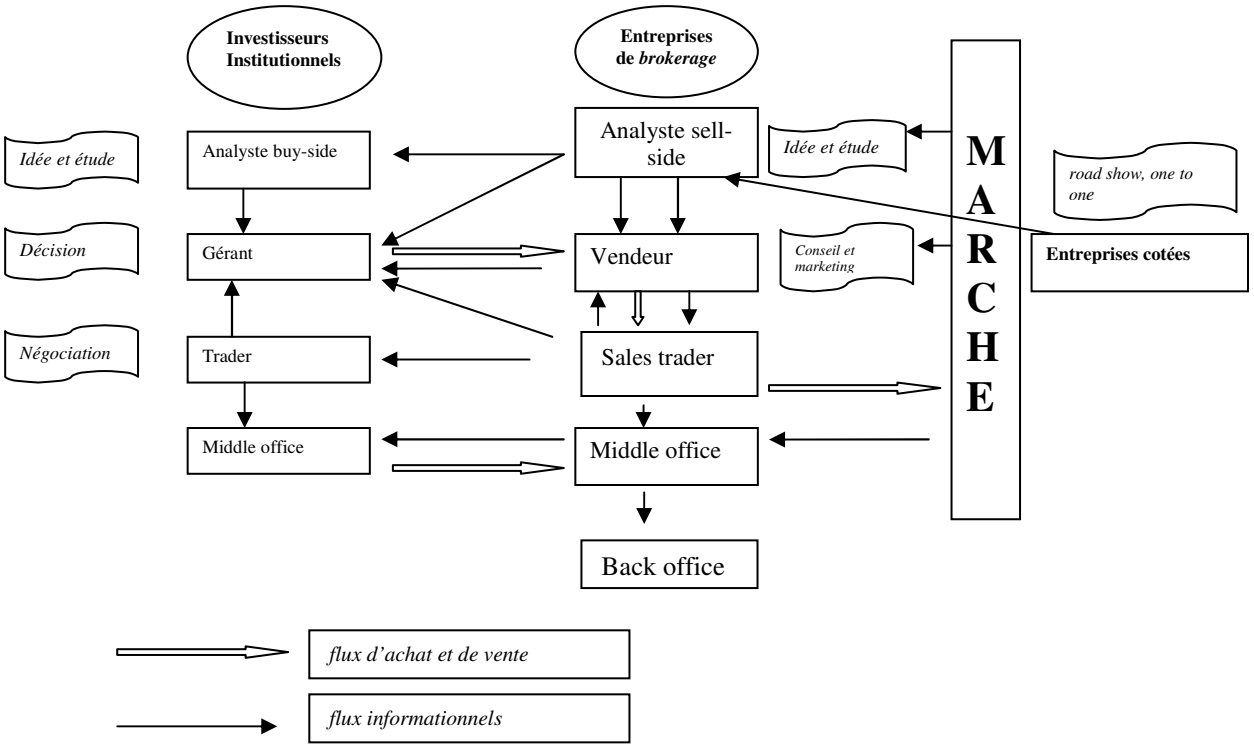


Figure 15 : les activités du centre opérationnel et de la logistique

- **la technostructure** : elle définit certains principes de standardisation et se décompose en deux unités. *La direction du contrôle interne et de la déontologie* compile et diffuse auprès des salariés les normes prudentielles et réglementaires et joue donc un rôle de relais d'une standardisation au regard du droit des procédures d'ordres qui s'effectuent principalement en dehors de l'entreprise de *brokerage* au sein des autorités de régulation (Autorité des Marchés Financiers, Comité de la Réglementation Bancaire et Financière). *La direction exécutions* (ou direction *back* et *middle office*) édicte des normes internes visant à assurer la fiabilité des opérations de dénouement et l'exhaustivité des traitements sur opérations initiées par la logistique.

Les entreprises de *brokerage* françaises peuvent être qualifiées de **bureaucraties professionnelles** au sens de Mintzberg (*op. cit.*, p. 309 et s.). Ces structures se caractérisent par une domination du centre opérationnel qui rassemble l'immense majorité des salariés. Le travail du centre opérationnel est assuré de professionnels ayant un savoir-faire spécifique utilisant des procédures extrêmement complexes qui, en tout en étant bien définies sont difficiles à apprendre et à mettre en œuvre. Vendeurs, *sales-traders* et analystes financiers ont

en effet acquis après une formation assez formalisée des compétences spécifiques et difficilement transférables. Celles-ci s'appuient pour les vendeurs et *sales-traders* sur des compétences commerciales fortes basées sur une spécialisation géographique, par types de produit ou de clientèle. S'agissant des analystes financiers, « l'apprentissage des normes de la profession » passe le plus souvent après leur diplôme universitaire ou d'école de commerce par le diplôme délivrée par l'association professionnelle des analystes financiers (la SFAF) qui constitue bien au sens de Mintzberg « une application pratique des connaissances acquises lors de la formation initiale ». Cependant, comme le souligne cet auteur (p. 311), cette certification ne fait que « tester les conditions minimales requises à un moment précis » et la formation continue permet au salarié d' « améliorer sa qualification à mesure qu'apparaissent de nouvelles connaissances ». Les analystes financiers rencontrés soulignent ainsi les avantages qu'ils retirent non seulement des formations de la SFAF (exemple : sur les nouvelles normes IFRS), de leurs actions personnelles (*« Je lis souvent la presse professionnelle, ça me permet de me tenir au courant. »* [A5JM] ; *« J'essaie d'assister à des forums, type AGEFI ou Europlace »* [A33SG] etc.) mais également de leur expérience professionnelle (*« Au bout d'un certain moment, quand on a suivi plusieurs sociétés du secteur, on est plus au courant des tendances du secteur, l'évolution, les chiffres du secteur etc. On apprend beaucoup sur le tas. »* [A24SM]). Ces compétences leur assurent « une latitude considérable dans leur application » (p.311), ce que soulignent beaucoup d'analystes : *« Le responsable du bureau ne peut pas me dire de changer ma recommandation. »* [A1JG]*; « Personne ne peut écrire à ma place. »* [A13JM] *; « Les vendeurs n'ont pas accès à nos recherches comme ils le veulent. Ils sont censés ne pas être au courant de nos travaux de recherche avant qu'ils ne soient publiés »* [A17JM].

En outre, ce qui caractérise les salariés du centre opérationnel, c'est qu'ils agissent de façon relativement indépendante de leurs collègues mais restent proches des clients qu'ils servent (p. 310). Les analystes financiers comme les vendeurs et *sales-traders* ont ainsi leur propre portefeuille de clients. Même si certaines interactions entre les clientèles existent, chaque catégorie de salariés reste confinée dans son rôle. Par exemple, le vendeur va appeler un gérant appartenant au portefeuille de l'analyste en tenant avec lui un dialogue commercial alors que l'analyste en question aura tendance à consacrer ses appels au dit gérant ou à son analyste *buy-side* en adoptant un argumentaire explicatif de son travail de recherche (comme par exemple l'explicitation de ses techniques de valorisation, l'intégration de telle ou telle donnée etc.). Ce relatif cloisonnement est une méthode d'organisation qui permet de

découpler les activités et donc de laisser aux salariés l'autonomie dont ils ont besoin. Elle aboutit à une catégorisation de la clientèle en fonction des spécialistes qui les servent. Ceux-ci sont aidés par le service de support logistique, relativement bien développé et entièrement dédié au service du centre opérationnel. **Nous analyserons cependant plus loin**, avec l'étude détaillée de l'organisation du travail, **comment les mécanismes de coordination** de ces organisations sont structurées par des standards « qui déterminent à l'avance ce qui doit être fait » (p. 311) et qui **font que les firmes de *brokerage* se sont éloignées des principes classiques de standardisation en vigueur dans les bureaucraties professionnelles**. Il nous faut noter dès maintenant dans le même sens que l'existence d'une technostructure développée n'est pas compatible avec la catégorisation d'une organisation comme forme professionnelle puisqu'elle implique une standardisation des procédés de travail et/ou d'objectifs peu compatibles avec cette forme puisqu'elle réduit sérieusement l'autonomie des opérateurs. Voyons maintenant comment la spécialisation par secteurs des analystes financiers constitue en quelque sorte « le socle » de cette organisation du travail.

2. *La spécialisation sectorielle*

Comme nous avons pu l'analyser dans notre étude des mutations de l'industrie de l'investissement institutionnel, cette division sectorielle des structures d'analyse financière au cours des années 1990 fut conçue comme la réponse aux nouveaux modes d'organisation de la gestion d'actifs caractérisée par la constitution de portefeuilles *top-down* qui comporte une approche sectorielle et à l'intérieur de chaque secteur, une analyse de la performance relative des valeurs étudiées. Il faut noter que cette division sectorielle s'est peu à peu affinée au cours de ces dix dernières années pour aboutir à une concentration des analystes financiers sur un seul secteur d'activité industrielle alors qu'il n'était pas rare que précédemment, ceux-ci suivent plusieurs secteurs.

Cette spécialisation est justifiée par les analystes financiers comme le gage d'une expertise attendue par leurs contreparties de la gestion : *« Le gérant attend de nous des informations précises sur notre secteur. »* [A6SG]; *« C'est le métier qui veut qu'on soit le plus pointu possible »* [A10SM]; *« Ils veulent comprendre tout sur un secteur précis »* [ASS_senior_banque_7]. La justification avancée à cette division sectorielle est aussi le manque de temps dans le suivi des valeurs : *« Il y a cinq ans, les sociétés publiaient leurs comptes deux fois dans l'année : une fois en résultats semestriels et une fois en résultats*

annuels. Aujourd'hui, ils publient quatre fois. Quand vous suivez 30 sociétés et que vous avez quatre résultats, ça vous fait 120 publications, 120 commentaires et éventuellement 120 previews si vous publiez avant les commentaires. Si vous additionnez, ça fait 240. Matériellement, en ne passant qu'un jour sur chaque société, vous êtes quasiment au bout de l'année ou presque en enlevant les week-ends et les vacances. Matériellement, si on veut vraiment suivre une société à fond, si on veut écrire régulièrement des études de 20 ou 15 pages, on est obligé de se concentrer parce que c'est un vrai problème de temps. » [A35SM]. La seconde justification avancée est que les activités marketing contribuent à réduire le temps disponible pour ce travail : *« En moyenne, les analystes suivent 7 à 10 valeurs. Au-delà, ça devient inacceptable, notamment quand on fait du marketing. »* [A11SG]. Mais nous l'aurons l'occasion de revenir plus loin sur cette prépondérance des activités commerciales lorsque nous étudierons l'organisation du travail.

Indépendamment des considérations liées aux attentes de la clientèle ou au manque de temps, nos répondants justifient cette spécialisation de leur travail par des considérations liées aux « marchés financiers ». En effet, lorsque nous leur demandons de nous expliquer ce que représente pour eux cette spécialisation, beaucoup évoquent « les attentes des marchés », « le marché voit », « les marchés financiers préfèrent » etc. L'extrait de verbatim suivant est révélateur des modalités de représentations de beaucoup d'analystes : *« le marché a toujours tendance à voir quelles activités sont les plus profitables dans l'intérêt des actionnaires en disant : pourquoi vous ne vous concentrez pas sur cette activité qui gagne ? Et donc la division par secteurs nous permet de voir justement quelles activités sont les plus rentables, les plus profitables. C'est un plus grand professionnalisme des marchés financiers. »* [A3JG].

Beaucoup d'analystes expliquent les stratégies de recentrage par ces « attentes », ces « demandes » des marchés financiers et quand nous leur demandons de préciser ce que recouvre ce terme, ils évoquent tantôt les banques d'affaires : *« On a vu des projets, je crois que c'est la banque Lazard qui est venue proposer à Bouygues la scission, ils ont refusé et il y a plein de choses comme ça. Ou bien d'acquérir des trucs, je crois que les banquiers d'affaires sont venus proposer à Axa une fusion avec je ne sais plus quelle banque. Il y a continuellement ça. »* [A29SM] ; les actionnaires : *« Regardez Vivendi Universal qui s'est recentrée sur la communication, ça a été une volonté claire des actionnaires »* [A31JG], *« Daniel Bernard* [PDG de Carrefour], *c'est quelqu'un qui n'était pas du tout crédible vis-à-vis des marchés financiers et les actionnaires de référence ont pris la décision de le virer. »*

[A26JM] ; ou encore les gérants : *« Avec DaimlerChrysler, les fonds se sont complètement trompés et la boite est en pleine crise. Ils ont fait la même erreur pour Circle – Lafarge »* [A17JM].

Le système explicatif fourni à la division sectorielle repose sur la croyance que la seule possibilité de détecter les performances des firmes doit s'effectuer à l'aune de leur comparaison intra-sectorielle. Cette méthode ne peut être que légitime ou du moins acceptée car venant du marché. Ainsi, à la question « qu'est-ce qu'une bonne entreprise ? », une grande partie des répondants déclarent (directement ou indirectement) que leur appréciation se fait à la lumière de cette division sectorielle. Ils parlent d' *« un bon produit par rapport aux concurrents »* [A24SM], *« une société qui a plus de qualité que les autres du secteur »* [A25JM], *« une société qui est sous-évaluée par rapport aux autres sociétés de son secteur... »* [A3JG].

Notre analyse rejoint celle d'Isabelle Chambost (2007) dans son travail doctoral d'analyse de la formation du jugement des analystes financiers sell-side. Cette chercheuse, à partir d'un échantillon de 51 entretiens semi-directifs complétés par la lecture de rapports d'analystes et d'articles de presse professionnelle, constate en effet une analyse des titres au sein d'un secteur qui détermine non seulement les sociétés servant de référence mais également la façon dont la société va être analysée. Elle conclut à la constitution par les analystes financiers de schémas de pensée (« frame ») propres au secteur d'appartenance de la société couverte : *« Selon la catégorie d'appartenance, le regard porté sur la société cotée change. Le secteur d'appartenance induit certains schémas de pensée, porteurs d'une modélisation qualitative plus ou moins implicite, au regard de laquelle l'entreprise est appréciée. »* (p.205). Ainsi, la prise en compte d'indicateurs économiques et financiers va être influencée par l'appartenance sectorielle : la prise en compte du PIB dans le secteur du luxe, les amortissements pour les compagnies pétrolières, les réductions de coûts pour l'industrie automobile etc. Cette catégorisation aboutit à *« ancrer l'analyste vis-à-vis du marché, ou plus exactement, vis-à-vis des autres acteurs participant à la formation des cours boursiers »* (p.235)[165]. Ce faisant, avec cette focalisation sectorielle, Isabelle Chambost note qu'on court

[165] Pour cet auteur, le rôle des clients et notamment des analystes *buy-side* dans la diffusion et l'encadrement de ces modes de pensée est prépondérant. Il est intéressant de noter que ce travail de recherche fait référence à d'autres sources d'influence des modes de pensée des analystes financiers dans la construction de leur jugement sur la valeur des titres. Il s'agit par exemple de la référence au consensus, qu'Isabelle Chambost, qualifie de

le risque d'aboutir à une certaine « myopie » dont très peu d'analystes qu'elle a rencontrés ont pleinement conscience (p.201).

Enfin, lorsque nous abordons leur travail d'analyse des stratégies des firmes et leurs relations avec le management, l'évocation des entreprises conglomérales se fait systématiquement en termes négatifs : *« Il n'y a pas de règle absolue mais globalement, je pense qu'il y a plus de performance pour les entreprises relativement recentrées. Des activités qui n'ont rien à voir l'une avec l'autre, ça ne renforce pas les avantages compétitifs, globalement, je pense que ça n'a pas beaucoup d'intérêt ou vraiment dans un cas exceptionnel comme la General Electric. »* [A3JG]; *« Pour moi, une bonne entreprise est une entreprise qui a un business modèle bien établi. Moi, mon métier, c'est ça. L'entreprise dit : je possède cette compétence et mon développement sera construit sur cet axe là. Les pratiques en termes de stratégie, c'est ça et ça doit se vérifier sur le long terme. La stratégie, c'est quelque chose de clair, c'est une vision. C'est pas faire tout et n'importe quoi. »* [A33SG]; *« Prenez Suez, le fait de travailler dans de tels métiers différents, c'est un handicap. »* [A1JG] *; « Au bout d'un moment, quand on a trop de métiers, ça nie votre capacité à bien gérer et à être leader »* ; *« Forcément, vous n'avez que deux bras et une tête, vous ne pouvez pas vous disperser dans une infinité de métiers en tant que PDG »* [A33SM]. Enfin, le suivi d'entreprises diversifiées apparaît comme une contrainte forte : *« C'est très difficile de suivre un conglomérat. »* [A30JG]; *« Les analystes télécom sont obligés de suivre Bouygues même si cela ne leur fait pas grand plaisir. »* [A7SG].

Il s'agit maintenant d'analyser, après en avoir étudié le contexte, les modes de gestion en vigueur au sein des structures d'analyse financière et l'influence qu'ils exercent.

3. L'identification des modes de gestion et de leur influence sur les analystes

Nous avons pu préciser dans nos développements méthodologiques, comment notre guide d'entretien visait à appréhender ces modes de gestion du travail à travers la grille CORE qui recense les dimensions essentielles des modes de gestion du travail, à savoir les processus

« véritable structure cognitive » qui permet non seulement à l'analyste de cerner les « informations intégrées ou non par le marché » mais également « les conséquences de son positionnement » vis-à-vis de ses pairs. (p.234).

de communication interne, d'organisation du travail, de rémunération et d'emploi. Nous avons aussi montré comment au travers d'entretiens semi-directifs nous recherchions non seulement des témoignages factuels mais aussi des représentations de l'influence des modes de gestion sur les pratiques, les productions, les satisfactions et insatisfactions des analystes. Nous reprenons ici chacun de ces thèmes ainsi que les sous-thèmes identifiés à partir de notre travail d'analyse thématique sur l'ensemble des verbatim. **Une attention particulière doit être portée aux processus d'évaluation des analystes financiers.** En effet, une des découvertes fortes de notre phase exploratoire fut d'observer que les analystes financiers étaient soumis à une évaluation fréquente, multiforme et multi acteurs. **Cette évaluation semble liée à l'organisation même de l'industrie de l'investissement institutionnel dans la mesure où leurs contreparties au sein des sociétés de gestion, leurs clients gestionnaires de fonds, connaissent des processus similaires.** Ainsi, gérants et analystes sont appréciés à la fois en interne et en externe, quantitativement et qualitativement, par leurs supérieurs mais aussi par leurs pairs ou par des consultants, et ce de manière relative en utilisant des systèmes de notation et de classement. Ils sont élus, nominés, « ratés » et « rankés ». Les résultats concernant ces pratiques d'évaluation présentés ci-dessous sont issus d'un travail collectif mené avec Corinne Vercher, chercheuse à l'ERFI et notre directrice de recherches. Les entretiens que nous avons menés seul au cours de la phase intensive sur une population plus large d'analystes financiers nous ont permis de confirmer et d'approfondir les résultats de ce premier travail collectif.

A) Les pratiques d'évaluation et de rémunération

Nous étudierons les pratiques d'évaluation des gestionnaires de fonds puis celles des analystes financiers. Nous analyserons pour chaque catégorie d'acteurs les liens existants entre ces processus d'évaluation et de rémunération variable. Enfin, nous tenterons pour les analystes financiers d'identifier quelles représentations ils mobilisent face à ces processus d'évaluation.

1. De l'évaluation des gérants...

Les gestionnaires sont régulièrement notés, soit par les investisseurs eux-mêmes soit par les consultants en matière de gestion d'actifs, et font l'objet de classements régulièrement publiés. Leur évaluation est essentiellement centrée sur la performance des fonds qui leur sont

délégués, laquelle est mesurée par rapport à une référence (un *benchmark*). Cette évaluation porte sur des périodes très courtes. Il s'agit de maintenir à la fois un niveau de concurrence élevé entre les sociétés de gestion d'actifs et un contrôle rapproché. Mais nous verrons qu'on court le risque, ce faisant, d'encourager le mimétisme et le court-termisme.

En premier lieu, l'évaluation des gérants est donc une **appréciation relative** puisque leur performance est mesurée par rapport à une référence ou *benchmark*. En lien avec la standardisation du travail au sein de l'industrie de la gestion d'actifs, sont intervenus des changements dans la définition du *benchmark*. En effet, à l'utilisation de groupes de références constitués de gérants ayant une stratégie équivalente, se substitue progressivement le recours à des indices de marché. La mesure de la performance d'un gérant se fait ainsi par rapport à celle d'un marché donné, telle que mesurée par un indice existant : « *Pour un gérant, c'est facile. Un gestionnaire, il a un portefeuille qui est comparé avec un benchmark, un indice de référence… En fait, c'est assez simple. Une partie de l'évaluation va porter sur l'écart de la performance du portefeuille et son indice. Si le portefeuille sur performe l'indice, ça va être un facteur très positif pour l'évaluation du collaborateur. Après, ça se déclinera sur la rémunération, évidemment. L'évaluation, c'est ça d'abord. C'est la performance du fonds par rapport au marché.* » [GF_sen_banque_6]; « *L'évaluation, c'est assez simple. Tu dois être capable de battre ton benchmark.* » [GF_sen_sogeind_1].

Le *benchmark* constitué par un groupe de pairs explicitement défini (fonds investis dans une même classe d'actifs ou dans un même « style » de gestion) peut coexister à côté de la référence indicielle mais ne constitue plus la référence principale des modes d'évaluation : « *La performance par rapport à la concurrence est aussi un facteur.* » [GF_sen_banque_6] ; « *Si jamais je réussis à faire mieux que l'indice, y a un classement, par exemple, celui d'Euro Performance publié je crois tous les mois et donc qui donne le classement du fonds dans la catégorie similaire avec tous ses concurrents sur une semaine, deux semaines, un mois, six mois, un an. Et bien en fait, mes responsables vont jouer sur ce type de gestion et regarder de quelle manière je me classe. Il faut également qu'ils prennent en compte le fait que si jamais mon fonds est plus chargé que celui des concurrents, à gestion égale, puisque nous avons le même objectif, nécessairement je serais moins bien classé que lui. Il faut retraiter ça avec les frais de gestion mais dans l'absolu, ils vont me juger par rapport à mon classement. Ton voisin fait mieux ou moins bien, voilà.* » [GF_jun_banque_4].

Les gestionnaires sont donc évalués les uns par rapport aux autres et sont incités, avant tout, à ne pas se laisser distancer par leurs pairs, même à court terme. L'adoption de

références de marché pour l'évaluation des performances des gérants combinée à une définition de plus en plus limitée des mandats de gestion - au travers notamment d'un resserrement de la marge d'erreur autorisée - est susceptible de dissuader les gestionnaires de prendre des positions contraires aux tendances du marché. Ainsi, à la question « quelles sont les difficultés cruciales du métier ?», un jeune gérant répond : « *Les difficultés, ça va être l'anticipation. L'anticipation, c'est le propre du gérant. Ce n'est pas évident de prendre les bonnes décisions en temps réel.*» [GF_sen_banque_2].

En second lieu, la mesure de la performance des gérants intervient de façon **de plus en plus fréquente** et porte de fait sur des périodes de plus en plus courtes. L'examen régulier des performances peut inciter les gestionnaires à adopter un comportement court termiste s'illustrant par le raccourcissement de leur horizon de placement en cas de sous performance. Toutefois, il convient de préciser qu'une récente évolution observée dans le choix des critères d'évaluation des gérants peut conduire à l'allongement - ou au minimum au maintien - des périodes d'évaluation des performances et permettre ainsi aux gérants de résister aux pressions dues à une sous performance à court terme. Cette évolution concerne l'atténuation progressive du recours exclusif aux performances passées et l'importance grandissante accordée, dans l'évaluation, à la cohérence des styles de gestion et au caractère reproductible des processus d'investissement. Ainsi, et en relation avec la standardisation du travail dans l'industrie de l'investissement institutionnel, nous constatons que les procédures utilisées par les gestionnaires susceptibles d'aboutir à des performances pouvant être reproduites font l'objet d'une attention et exigence croissantes. « *Ce qu'on demande à un gestionnaire aujourd'hui ce n'est pas de faire de la performance mais d'expliquer sa performance* » nous explique un gérant opérant depuis quinze ans dans la filiale *asset management* d'une grande banque européenne [GF_sen_banque_2] ; « *Il faut aussi que les performances mêmes si elles sont mauvaises, il faut que le gérant soit clair avec nous car on cherche des gérants qui soient capables de nous fournir des informations le plus souvent possible avec le plus de clarté possible* » nous explique encore un gérant de fonds de fonds [GF_jun_socgestind_3] ; ce que résume crument un jeune gestionnaire : « *Si tu te prends trois points dans la gueule et que tu sais l'expliquer, c'est pas grave.* » [GF_jun_banque_4].

Ainsi, bien qu'ils interviennent dans le processus d'évaluation, les résultats passés ne sont plus considérés comme le principal critère d'évaluation des gérants. Dès lors, l'intérêt accordé aux processus d'investissement peut amener les investisseurs à resituer l'examen des

performances dans le contexte qui permet de les obtenir et donc à les relativiser en tenant compte d'événements extérieurs susceptibles de les influencer. Cet examen des investisseurs est relativement contingent, il est défini en aval lors de la commercialisation et la signature du mandat de gestion : « *Certains clients sont très exigeants, d'autres beaucoup moins, d'autres vont être experts. En fait, au départ de la relation commerciale, il y a un commercial qui est en relation avec le client et qui va en accord avec la gestion mais en amont, définir le produit qui va le plus satisfaire les besoins du client soit en termes d'horizon de placement ou de volatilité.* » [GF_sen_banque_5].

Mais, si l'attention portée aux processus peut atténuer les pressions résultant de la fréquence des évaluations qui s'exercent sur les gérants en période de sous performance, elle peut aussi conduire à une plus grande uniformité parmi les gérants dans la mise en œuvre de leur stratégie d'investissement : « *tu as les gérants qui vont pas se mouiller et qui vont reproduire grosso modo le benchmark, prendre des petits paris cad des écarts en benchmarks très faibles et qui vont naviguer grosso modo dans une zone +3 -3 par rapport au benchmark… C'est un peu le risque d'une gestion benchmarkée en fait mais 80 à 90 % des fonds sont benchmarkés* » [GF_jun_banque_4].

Quoi qu'il en soit, l'influence des pratiques d'évaluation sur le comportement des gérants s'opère au travers de la relation entre mesure - même relativisée - des performances et rémunération bien que cette relation semble être de plus en plus indirecte. En effet, il semble que la pratique des commissions explicitement fondées sur les performances soit en recul au profit de dispositifs de rémunération au sein desquels les commissions de gestion représentent un pourcentage fixe des actifs gérés. Toutefois ces pratiques de commissions fixes rémunèrent de façon indirecte la performance par le biais du montant des actifs sous gestion. En effet, ce sont les gestionnaires les mieux « rankés », ceux dont les performances seront évaluées comme étant les meilleures, qui seront sélectionnés par les investisseurs, attirant ainsi de nouveaux mandats qui viendront augmenter le volume des fonds gérés et donc celui de leur commission. A l'inverse, toute sous-performance nuira à la réputation du gestionnaire, entraînant des pertes de mandats et des retraits de fonds qui réduiront d'autant le montant de la commission. **Ainsi, bien qu'indirecte, la relation entre performance et rémunération incite le gestionnaire à réagir en fonction des performances à court terme de portefeuille.**

2. ... à celle des analystes.

La compétence des analystes financiers est traduite dans des processus d'évaluation interne semestriels ou annuels menés par les responsables de la recherche. Ce processus d'évaluation ne s'est formalisé en France qu'au cours de ces cinq dernières années, reproduisant un système bien établi dans les structures anglo-saxonnes. Comme le notent justement Allouche et Huault (2003, p.750), cette « reproduction des pratiques de GRH » s'explique à la lumière des travaux de DiMaggio et Powell (1983) comme une imitation des pratiques d'entreprises « perçues comme légitimes et performantes » : « *L'évaluation, c'est selon l'arbre hiérarchique. Il y a des juniors, des seniors, des patrons de secteurs et chacun est évalué par son supérieur hiérarchique. Il y a l'évaluation professionnelle à proprement parler et ça c'est un entretien annuel d'évaluation professionnel, classique. Là où il y a une particularité dans ces professions, c'est qu'on a mis ce process en place récemment et en anglais ! Parce que Morgan Stanley, JP Morgan, Goldman Sachs, Merrill Lynch... faisaient ça depuis longtemps…* » [DRH 2]. Les items repris par les grilles d'évaluation ont trait au processus de production des analystes et concernent :

- <u>les activités de publication</u> au cours du semestre ou de l'année écoulée (*« Published research » ; « Major publications »*) que l'analyste doit lister ;
- <u>les idées et recommandations</u> auprès des vendeurs et de la clientèle et leur pertinence (*« List major ideas/calls made during H1 together with performance »*). Ces informations sont complétées par les données provenant du CRM (*« Data avalaible from Internal Marketing »*) et du logiciel externe STARMINE (groupe Thomson Reuters) qui passe en revue les performances boursières des actions sur une année dans chacun des secteurs et évalue la justesse des prévisions des analystes les uns par rapport aux autres[166] comme nous l'explique ce DRH : *« Les analystes financiers ont une attribution de performances qui en gros se base sur leurs recommandations et l'évolution du titre par rapport à leurs recommandations . Par exemple s'ils disent : je considère qu'il faut acheter de l'Alcatel et qu'Alcatel a bien monté, c'est un bon choix. S'ils disent qu'il faut vendre Vivendi et que Vivendi s'est cassé la figure, là aussi c'est un bon choix.*

[166] La méthodologie de ce ranking impose au moins de suivre cinq valeurs par secteur d'activité. Si le secteur comporte moins de 15 titres, l'analyste doit suivre au moins un tiers des valeurs du segment concerné. On compte ainsi suivant les années entre 150 et 200 analystes français évalués.

Donc, dans ces cas-là, ce sont des attributions positives. Si par contre, ils disent : il faut vendre du Vivendi et que Vivendi a augmenté, là, ils auront fait une erreur de recommandation. Donc, ce qu'on calcule, c'est les choix de valeurs de l'analyste. » [DRH 2]

- Les activités marketing (*« Give summarised details of marketing events you have undertaken in H1 : client marketing, company road-shows, conferences » ; «Corporate access, Stock ownership, Client capture initiatives» ; «Clients Relationships»*). L'analyste financier établit ainsi une liste des contacts avec la clientèle et les sociétés cotées en énumérant de 5 à 10 clients par ordre d'importance ;
- Les classements externes : énumération des rankings où le salarié apparaît ;
- Contribution au travail en équipe, à la politique de l'entreprise (*« Firm-wide Contributions/Values »*) : le salarié est invité à lister les activités qui ont contribué à améliorer le travail collectif comme les publications inter-sectorielles, les aides apportées à un junior ou encore les échanges informels avec les collègues d'autres secteurs : *« Always ready and happy to share experience and ideas with other members of research departement, and ready to spend time reading draft reports if asked by other teams members »* ; *« Helping (and benefiting from) […] growing abilities on bank research. There is no significant merit for me there but that was many times mentioned to me as my core priority. »* [extrait des réponses d'un analyste].

Les dispositifs d'évaluation reposent sur une formalisation des contributions de chaque salarié ayant pour objectif de préciser les « comportements normatifs et les résultats à atteindre » ainsi que « le positionnement de l'employé au regard de ces critères » et ceci afin d'en déduire « un jugement synthétique » (Dumond, 2006, p.22) qui déterminera la part variable de rémunération attribuée à chacun. La rationalisation de ce processus est justifiée par les managers RH et les responsables de la recherche comme une volonté de parvenir à un jugement qui soit le plus équitable possible : *« A partir de tous ces critères, on établit un classement des analystes, donc, en fonction de ça, on sort un classement qui permet de ventiler l'enveloppe de bonus de façon juste. Par exemple, sur trente analystes de la boite, tu es premier, vingtième, dix-huitième ou quinzième... Et si tu es premier, tu prends la plus grosse part du bonus »* [R18SM] ; *« Avant, il n'y avait pas tout ce process, ça se passait au feeling... Mais il faut dire que les équipes n'étaient pas aussi grandes, tout le monde se*

connaissait. Et puis, on s'est rendu compte que ça commençait à râler pas mal... C'était comme les bons points de la maîtresse... Beaucoup de gens étaient pas contents et se disaient : ce n'est pas juste, c'est à la tête du client. Donc, avec cette méthode, il y a moins de contestation, c'est plus clair. » [R2SG]. **Cette recherche de l'équité interne est cependant remise en cause par la totalité des analystes juniors et seniors rencontrés et ceci quelque soit le type de structures. La quasi-totalité** (90 % de notre population d'analystes juniors et seniors, soit 36 analystes sur 40) **considèrent ces dispositifs d'évaluation comme dénués de toute objectivité et donc de fiabilité** et ceci pour plusieurs raisons. Tout d'abord, l'importance et la pondération des différents items retenus lors de l'évaluation ne sont pas compris et cette situation aboutit à une méfiance voire à une hostilité vis-à-vis de l'ensemble du système d'appréciation : *« Il y a des pondérations sur tous ces critères. Mais après, c'est ce qu'on nous dit officiellement, cette histoire de pondération, après ce qu'ils font en petite cuisine, c'est autre chose. »* [A3JG] ;

« C'est totalement subjectif. On essaie de mettre en place des systèmes objectifs de distribution en fonction... à travers des entretiens d'objectifs déterminés en début d'année, en fonction des publications qui ont été faites par l'analyste, la qualité de ses recommandations, les relations qu'il a... ses qualités de commercial, le nombre de road shows organisés etc. Tout ça, c'est à peu près quantifiable mais il y a une grande part de subjectivité qui reste, en tout cas chez nous, parce que je ne pense pas que ce soit automatique, genre : si tu as fait x road show ou x publications, tu auras x % de l'enveloppe de bonus. » [A20JM] ;

« Je ne vous cache pas qu'on ne sait pas quel est théoriquement le modèle. Mais on ne nous montrera jamais les calculs derrière puisque je pense qu'il y aura toujours des bidouillages. » [A26SM]

Ensuite, les critères d'évaluation utilisés apparaissent comme contradictoires par rapport aux représentations que se font les analystes de leur métier *(« On ne peut pas être noté comme des vendeurs. Parce qu'eux, ils sont là pour faire du business, clairement. Ce sont des commerciaux. »* [A29SM]) ; **beaucoup** (82 % de notre population d'analystes juniors et seniors, soit 33 analystes sur 40) **considérant en effet ces critères comme excessivement réducteurs au regard de la réalité de leur métier qu'ils analysent comme un processus intellectuel long et complexe**. Cette vision de l'évaluation apparaît ainsi comme radicalement opposée à celle des managers qui mettent en avant l'utilité du processus basé sur l'importance

des relations clients et donc des frais de courtage que les analystes sont capables de générer comme le notent ces responsables d'équipes d'analystes : *« Si on met le nombre d'appels sortants, les road-shows, les publis et leurs impacts sur le marché... tout ça... c'est qu'on se dit : combien tu rapportes à la boite. »* [R4SG] *; « Notre métier c'est d'avoir une idée et de la vendre, ce n'est pas de l'avoir et de la garder. Il faut que l'analyste voit à la fin de l'année avec son progress report comment et combien d'idées il a pu balancer. Ça permet de faire le point avec le supérieur hiérarchique direct et de dire : là, j'ai été bien, là, ça c'est pas trop bien passé mais je vais t'expliquer pourquoi »* [R12SM].

L'évaluation traduit donc une évolution majeure du métier d'analyste désormais centré et valorisé sur la phase aval de l'activité, celle du marketing de la recherche. Cette mutation du métier s'explique par le mode de financement de la recherche dans l'industrie de l'investissement institutionnel, à savoir le couplage entre prestations de recherche et coûts d'exécution (*bundling*) : « *Parce que nos études sont financées par les ordres que passent nos clients. Et ce sont eux qui génèrent à l'année un volume de courtage chez le broker.* » [ASS_junior_banque_3] Traditionnellement, et avant le développement de l'épargne institutionnelle, nous avons pu constater dans notre revue de littérature que l'analyse financière était un service payant basé sur une commission fixe que les courtiers percevaient de leurs clients investisseurs. Ce business modèle en vigueur jusqu'au « big bang » de 1988 est confirmé, non sans une certaine nostalgie, par les analystes senior rencontrés : « *Après ma thèse, en 1982, j'ai rejoint la DAFSA qui était une de structure d'analyse financière qui revendait ses études par un système d'abonnements. La plupart des banques françaises détenait une partie du capital de la DAFSA. On faisait des études très simples à partir du bénéfice net. C'était marrant, nos études sectorielles portaient à l'époque sur la chaudronnerie, la filature, le tissage... La recherche en analyse financière dans les années 80 était composée de trois bureaux qui vendaient leurs recherches par abonnement. Il y avait la SAFE qui appartenait à Paribas, Detroyat et la DAFSA qui étaient un pot commun des banques.* » [ASS_senior_banque_7] ; « *...la part de l'analyste était réduite à portion congrue. Dans les sociétés de bourse, il n'y avait que deux toutes petites structures avec trois ou quatre analystes maximum. A côté de ça, il y avait des cabinets indépendants avec les deux grands cabinets indépendants : SAFE qui était le bureau d'étude de Paribas et Detroyat qui avait une grande aura.* » [ASS_senior_banque_8] ; « *Il y avait 2 bureaux de recherche indépendants Détroyat et la SAFE qui étaient de véritables institutions. SAFE, c'était la Société d'Analyse Financière Européenne. La SAFE et les Détroyat avaient un budget d'une trentaine de millions de francs chacun et qui avaient à peu près entre 80 et 100 abonnements payants, donc c'était de la recherche payante, indépendante de l'acte d'acheter ou de vendre un titre comme on connaît actuellement.* » [ASS_senior_banque_11].

Or, depuis la libéralisation du prix des opérations de courtage, opérée sous la pression des investisseurs afin de faire jouer la concurrence entre *brokers*, l'activité d'analyse financière ne peut plus être facturée en tant que telle aux investisseurs comme par le passé où l'analyse financière était assurée par des sociétés d'analyse indépendantes des opérations de courtage. Les structures d'analyse financière ne vendent plus directement leurs travaux de recherche aux gérants. La règle est que si les gérants sont satisfaits de la prestation de l'analyste, ils passeront leurs ordres d'achat et de vente auprès de la société de courtage qui l'emploie. Ce sont donc les revenus des activités de courtage - fonction du montant des ordres - qui financent aujourd'hui la recherche. *«Les commissions de courtage, c'est comme ça qu'est financé un gros cœur au sein duquel il y a des analystes financiers, des vendeurs et du back-office* » [ASS_senior_banque_11]. Dans ce contexte désormais fortement concurrentiel, les analystes sont donc chargés par l'intermédiaire des vendeurs - mais aussi directement - de générer et capter le courtage des investisseurs. Pour le gérant, le choix des *brokers* - qu'il évalue dans ses classements - dépend fortement de la qualité des prestations de recherche et de la relation qu'il entretient avec l'analyste. C'est donc dans le but d'augmenter le volume des transactions pour sa société que l'évaluation de l'analyste est centrée sur la capacité de ce dernier à « marketer » ses recommandations. «*Dans une société boursière on est toujours là, analystes et vendeurs, pour engranger du revenu, pour faire du business et notre business à nous, ce sont des ordres obtenus par les vendeurs et donnés par les clients. Nos revenus, ce sont les commissions que nous percevons sur tout ça.*» [R4SG].

Au travers de l'évaluation interne sont alors susceptibles de s'exercer deux types de pressions sur les analystes financiers, la première au changement de recommandations, la seconde à la recommandation d'achat. **Un comportement court-termiste s'éloignant de la recherche pour profiter au *trading* se développe sous la pression des vendeurs.** La rémunération de ces derniers est fonction des transactions qu'ils réalisent sur le marché et ils doivent, pour les augmenter, fournir à leurs clients investisseurs des conseils d'achats et de ventes étayés par une analyse financière. Dès lors, ils attendent des analystes financiers un rôle de « prescripteur d'idées » et c'est sur cet aspect qu'ils les évaluent : « *ce que préfèrent les vendeurs c'est que l'on change souvent de recommandations pour générer le plus de courtage possible ... il faut nourrir les vendeurs ; il faut qu'à 8h30 au bureau - après le morning meeting - quand ils commencent à appeler leurs clients, ils aient quelque chose à dire, une histoire à raconter* » [ASS_junior_banque_2]. Cette tendance est dénoncée par la majorité des analystes (72 % de notre

population) qui estiment que cette démarche ne doit pas être celle de l'analyste financier, mais plutôt celle des vendeurs. Cette constatation est l'occasion pour les analystes d'affirmer de façon marquée la spécificité traditionnelle de leur mission centrée pour eux sur la recherche. Il est intéressant de noter que l'attachement à cette mission principale ressort aussi bien du discours des analystes juniors que des analystes plus expérimentés, ayant connu le modèle traditionnel d'analyse financière déconnecté du *trading*. La revue de littérature (notamment : Galanti, 2002) nous a montré que les analystes financiers tendent à privilégier des recommandations à l'achat et à éviter le plus possible des recommandations de maintien du titre ou même des recommandations de vente. Un tel comportement se renforce chez l'analyste financier sous la pression des vendeurs qui renâclent à démarcher les investisseurs avec des recommandations négatives, ces dernières générant beaucoup moins de courtage que les recommandations à l'achat puisqu'elles ne peuvent être mises en œuvre que lorsque l'investisseur détient la valeur concernée. Les recommandations d'achat se développent également sous la pression des entreprises qui admettent mal qu'un analyste adopte sur elles une position vente. Celles-ci menacent alors l'analyste de le priver de l'accès à certaines sources d'informations internes, ou à la participation aux *road shows* : « *J'ai eu des soucis avec [...], le directeur financier m'avait fait clairement comprendre que ce que j'avais écrit récemment ne leur avait pas plu. Il m'a fait comprendre qu'il allait revoir avec l'Investor Relations le calendrier de mes présentations.* » [ASS_senior_banque_8]. Enfin, l'entreprise mal évaluée peut menacer ce dernier de rompre toute relation commerciale avec le département de *corporate finance* de son établissement. Ce département *corporate* peut, de fait, exercer des pressions aux recommandations positives chez l'analyste, pressions qui sont alors porteuses de conflits d'intérêts : « *Avec Lafarge, j'ai eu des difficultés chez [employeur, banque multi-capacitaire] avec le banquier conseil en charge de ce dossier qui n'était pas content de certains de mes commentaires. Donc, il y a des risques de voir des recommandations pilotées pour retenir une opération sur un marché primaire. C'est vrai qu'au [autre employeur, banque multi-capacitaire], la recommandation Bouygues a posé parfois quelques problèmes avec le département, la direction du marché primaire et il y a eu des peurs que si je fasse un négatif, Bouygues ne puisse pas apparaître comme une opération capitale. Il faut avoir bien ça à l'esprit, la liberté, notre liberté de parole n'était pas totale.*» [ASS_senior_banque_7].

Ainsi l'évaluation interne accompagne et favorise une évolution du métier d'analyste. Elle tend à transformer ce producteur de recherche en vendeur, multipliant les recommandations d'achat et n'évitant pas toujours les conflits d'intérêt. En outre,

pour beaucoup d'analystes (75 % de notre population d'analystes juniors et seniors, soit 30 analystes sur 40), **l'évaluation interne apparaît comme une procédure inutile car ils estiment que seul le marché est à même d'évaluer correctement leurs performances**. Cette vision n'est pas forcément contradictoire avec le processus d'évaluation en lui-même car celui-ci semble reprendre de façon plus ou moins directe l'évaluation opérée par la communauté financière. Cette reprise de l'évaluation externe se fait soit de façon formelle dans les items relatifs aux « idées et recommandations » soit de façon informelle lorsque les managers en charge de l'évaluation nous concèdent que les évaluations en provenance du marché influencent de façon importante leur jugement. En effet, comme nous avons pu le relever dans la revue de littérature coexistent deux dispositifs d'évaluation : des dispositifs d'évaluation fondés sur « l'efficacité » et ceux basés sur « la notoriété » (Chambost, 2007 p.282). **Les dispositifs de mesure de l'efficacité** se veulent objectifs et tendent à mesurer la pertinence des recommandations et la précision des prévisions de bénéfice émises par les analystes. Ainsi, comme nous avons pu le voir précédemment, les grilles d'évaluation reprennent l'outil d'évaluation quantitative StarMine ou un logiciel interne.

Ensuite, **les dispositifs de mesure de la notoriété** sont des prix décernés par la presse financière (AGEFI, EXTEL FINANCIAL) à partir des votes des gérants et analystes *buy-side*. Ces derniers classent au niveau européen les équipes sectorielles à partir d'une opinion globale relative à la justesse des recommandations, l'expertise sectorielle, la qualité du service apporté à la clientèle (appels, pertinence des rapports ou des morning-fax...) : *« Alors, nous sommes évalués pour l'essentiel par les gérants et les analystes buy-side via les organismes de notation. C'est comme ça que nous sommes évalués en externe donc il y a ce qu'on appelle les nominations ou les rankings en anglais. » [A5JM]*

Voyons comment ces dispositifs de notoriété jouent un rôle extrêmement important dans l'attribution de la rémunération variable. Cette dernière est normalement déterminée après la prise en compte et la pondération des notes données par les responsables du bureau de la recherche grâce à un certain nombre d'aspects quantitatifs (nombre d'études, d'appels clients...), par les vendeurs ainsi que les classements externes. Or, nous constatons que **ces classements**, censés représenter une part nécessairement limitée du jugement d'évaluation du fait de l'existence de nombreux autres critères, **constituent l'unique critère d'attribution de la plus grande part de la rémunération variable.** En effet, pour les plus gros bonus, il y a

peu d'élus au sommet : ce sont les « stars » du secteur, bien notés par les investisseurs qui se voient attribuer la plus grande partie de l'enveloppe. La reconnaissance par le marché permet ainsi à l'analyste « star » de son secteur de monnayer son expertise en interne par une rémunération supérieure à celle de ses collègues. **Ce faisant, elle aboutit à l'établissement de ce que les analystes appellent une « valeur de marché »**. Une grande majorité (70 % de notre population d'analystes juniors et seniors, soit 28 analystes sur 40) considèrent cette situation comme une « norme » dans le métier et justifient de la même façon que les analystes non reconnus par la communauté financière se voient attribuer un bonus moindre, voire nul.

« Dans les classements AGEFI, vous êtes cités par équipe et ensuite individuellement, donc ça détermine notre valeur marchande et nos bonus en interne. » [A8SG]

« Dans l'attribution du bonus, il y a des grandes classes. Il y a, je ne sais pas, on va dire il y a des paliers. Il y a peut être deux ou trois analystes les plus cités par les rankings qui récoltent des supers bonus qui vont peut être faire 50 % de l'enveloppe et puis le reste, c'est en fonction... Donc, voilà, c'est très discriminant. » [A17JM]

Si les analystes financiers considèrent comme légitime la valorisation financière des « stars » du secteur ou à l'inverse, la non valorisation de leurs pairs peu ou pas reconnus par le marché, ils restent suspicieux sur les modalités d'attribution de la rémunération variable au reste de l'équipe. Comme nous avons pu le souligner plus haut, ils ne comprennent pas toujours la pondération des différents critères censés permettre d'attribuer de façon juste le reste de l'enveloppe du bonus, ainsi cet analyste senior : *« Les stars du secteur touchent la plus grosse partie de l'enveloppe. Enfin, moi j'ai rarement eu de surprises sur le haut du tableau ou sur le bas du tableau. Bon, cette année, il y a eu des gens qui ont eu zéro. On a très bien pu identifier qui c'était ceux qui ont eu les plus gros bonus. On sait qui c'est, il n'y a pas de surprise. On va dire que c'est cohérent, ce sont les stars de l'AGEFI. C'est juste après, c'est plus dans le milieu du tableau, que là, effectivement, on se bouffe un peu le nez, voilà. »* [A7SG]. Les responsables RH nous confient que la gestion de cette forme de rancœur est laissée aux managers de proximité.

Cette stratégie d'évitement s'explique selon nous par le fait que les services RH n'aient pas été associés à la mise en place des dispositifs d'évaluation, introduits par effet de mimétisme avec les structures anglo-saxonnes. Si en apparence, les responsables

RH admettent mal comprendre que le référentiel d'évaluation ne soit pas partagé et reconnu par les analystes, nous constatons avec l'approfondissement de nos entretiens qu'ils semblent mal maîtriser ce que recouvrent précisément dans les grilles d'évaluation certains champs de compétences assignés aux analystes financiers, comme par exemple le *corporate access* ou les publications inter-sectorielles. Par ailleurs, quand nous évoquons avec eux leur contribution principale aux modes de gestion du travail des analystes financiers, les managers RH soulignent l'importance de leur fonction dans l'élaboration des politiques de rémunération. L'élaboration des politiques de rémunération a justifié la création des services RH des banques d'investissement lorsque ces dernières se sont détachées de la banque de détail au début des années 1990. Les DRH rencontrés nous informent ainsi qu'à l'origine, les directions générales des banques multi-capacitaires ont recherché pour occuper cette nouvelle fonction des spécialistes de la rémunération. Actuellement, la fonction RH adopte la même procédure quelles que soient les structures étudiées. Chaque année, les services RH collectent auprès des responsables de bureaux les informations relatives à l'effectif ainsi qu'aux rémunérations de l'année passée. Ensuite, ils les soumettent à des cabinets de conseil en rémunération qui, en retour, les informent de leur positionnement par rapport à la concurrence. Ces différentes données sont compilées en vue de l'établissement de différents scénarii qui tiennent compte de l'estimation des résultats de la filiale banque d'investissement. Sur cette base, s'engage une discussion entre la direction des marchés et les responsables de la filiale *brokerage* qui émettent leurs souhaits en matière de rémunération variable. Enfin, dès que les résultats du dernier trimestre de la banque sont connus, la direction attribue l'enveloppe globale de la rémunération variable. **Une fois connu le montant de la rémunération variable attribuée à l'équipe de recherche, nous constatons que l'attribution de celle-ci fait l'objet d'un enjeu que les analystes financiers considèrent comme important, voire crucial**. Car si la rémunération fixe ne soulève pas de difficultés et suit une progression déterminée par l'ancienneté au sein de la structure, le bonus peut permettre aux meilleurs analystes de voir leur rémunération doubler. Nous verrons ainsi comment, dans les parcours professionnels des analystes financiers les plus en vue (les « stars »), l'augmentation de **cette rémunération variable constitue la motivation centrale de leur évolution professionnelle qui se trouve presque exclusivement tournée vers des considérations de rémunération.** Nous étudierons la gestion des parcours professionnels de cette catégorie d'analystes en comparaison avec d'autres dans la partie consacrée à la gestion de l'emploi.

Si les modes d'évaluation semblent centrés sur les capacités des analystes financiers à « marketer » leurs recommandations et générer par la suite du courtage, ces activités de marketing et le rôle prépondérant de la vente dans celles-ci sont nettement mises en valeur aussi bien dans les processus de communication interne qu'externe.

B) La communication

L'objectif ici est de comprendre comment s'exerce la communication dans le cadre de l'organisation, et ceci à deux niveaux. Au niveau interne, la communication renvoie à des contextes de comportements au travail, dominés par les relations entre analystes et vendeurs. Au niveau externe, les entreprises de *brokerage* organisent la communication des analystes avec leurs clients investisseurs.

1. La communication interne

La communication interne reste dominée par les interactions entre analystes financiers et vendeurs dans un objectif de transmission d'informations en vue d'un processus décisionnel : l'établissement de relations commerciales avec les clients-investisseurs avec pour objectif que ces derniers passent leurs ordres de bourse auprès du *broker*. Les processus de communication interne transitent en grande partie par un canal formel, mis en place par l'ensemble des structures employant nos répondants : le *morning meeting*.

« La journée type, c'est plutôt le morning meeting où on a trois minutes pour présenter aux vendeurs nos idées, nos recommandations. On dit ce qui a changé la veille ou si on veut faire un point sur une valeur à la suite d'une demande des vendeurs. On a deux, trois minutes chacun pour exposer les différents arguments qui permettent de se prononcer soit à l'achat, soit à la vente sur un titre que l'on suit. On intervient en fonction de l'actualité et de nos éventuels projets de recherche. S'il y a des news la veille, on intervient. » [A15JG]

« Les journées au bureau, c'est en gros, une réunion du matin le morning meeting, vers 8 heures du matin pour mettre au courant nos commerciaux des idées qu'on peut avoir, des contacts qu'on a pu avoir. » [A18SG]

La communication avec les vendeurs intervient également de manière informelle, à différents moments de la journée :
« Ils nous appellent comme ils veulent. On va aller les voir en salle de marché. Oui, c'est une communication ouverte. Par contre, ils n'ont pas accès à nos recherches comme ils le veulent. Ils sont censés ne pas être au courant de nos travaux de recherche avant qu'ils ne soient publiés. Mais on échange. Il y a des réunions formelles tous les matins mais en dehors de ça, ça reste très informel. » [A17JM]

« On est en contact avec les vendeurs par téléphone ou alors ils passent me voir dans la journée. » [A11SG]

Les informations délivrées par les analystes financiers ont trait au secteur qu'ils suivent et à l'impact de l'actualité sur les valeurs suivies : *« à huit heures il y a ce que l'on appelle le morning meeting où pendant une demi-heure, en fonction de l'intérêt de l'actualité, il faut commenter telle info, telle stratégie, tel discours de dirigeant. »* [A34JG]

Le *morning-meeting* et l'ensemble des contacts informels établis avec les vendeurs servent à « nourrir » le travail des commerciaux auprès des clients investisseurs : *« C'est le début du travail des vendeurs qui appellent avant l'ouverture des marchés leurs clients pour leur dire : faites attention à ces valeurs »* [A28JM]. La fourniture d'informations aux vendeurs traduit pour beaucoup d'analystes une forme de supériorité vis-à-vis des vendeurs : *« C'est clair que les vendeurs, ils comprennent rien à nos méthodes d'évaluation. Il leur faut du prêt-à-manger. »* [A16SM]; « *Eux, ce sont des commerciaux. Nous, on est des chercheurs, on nous demande une certaine expertise. C'est quand même différent.* » [A5JM] ; *« Les vendeurs nous jugent sur la clarté de nos messages, sur les informations sur un secteur. Mais pour avoir ces infos, on fait une analyse détaillée et très compliquée sur chaque filiale et on établit un modèle avec une feuille de calculs dans laquelle on va comprendre, pour qu'on puisse construire un compte de résultat qui soit un modèle économique avec le chiffre d'affaires..., on essaie de modéliser l'activité de l'entreprise en allant dans le détail. C'est dans un souci de modéliser l'avenir : si le chiffre d'affaires monte de 2 %, de combien montent les résultats et de combien d'argent ils auront besoin pour investir. C'est pour ça que l'on ne peut pas être analyste si on n'a pas à la base une formation très bonne en mathématiques. La recommandation du morning meeting, c'est tout ce travail derrière. »* [A3JG].

La maîtrise des techniques de valorisation, la capacité à décrypter l'information financière et l'actualité économique des firmes en les reliant à des recommandations apparaît comme **une source de pouvoir et de maîtrise d'une « compétence particulière » au sens de Crozier et Friedberg** (1977, p.85). Indubitablement, cette situation traduit une dépendance des vendeurs vis-à-vis des analystes qui se voient érigés en « prescripteurs d'idées ». La majorité des analystes rencontrés (77.5 % de notre population d'analystes juniors et seniors, soit 31 analystes sur 40) perçoivent ce rôle comme « allant de soi » car résultant à la fois de l'organisation du travail élaborée par la hiérarchie (que connaissent au demeurant toutes les firmes de *brokerage*) et de leurs modalités d'évaluation en interne : *« Le responsable du bureau mesure la qualité des analyses et de la recommandation, les commissions générées etc. et là, il va voir les vendeurs et leur demande leur avis. »* [A22JG] ; *« On a tous les ans des progress reports, des entretiens annuels d'évaluation où là on est noté par les vendeurs et c'est une note de gueule ou plutôt 25 notes de gueule et les vendeurs disent si on fait pas des trucs fumeux d'intellectuels, si le contact passe bien entre nous. »* [A6SG] *; « le responsable du bureau va regarder les classements internes faits par les vendeurs et quand on est bien classé par les vendeurs, ça veut dire qu'on leur apporte quelque chose et ils disent : ce type est génial, il nous aide à mieux comprendre le secteur, il a une bonne approche, le genre top down. »* [A29SM].

La capacité de l'analyste à communiquer avec les vendeurs dans leur langage et à entrer en quelque sorte dans leurs schémas cognitifs apparaît ainsi primordiale dans l'intégration de l'analyste à la structure. Cette situation est exprimée généralement de façon consciente : *« Il faut présenter les idées de façon commerciale. Par exemple, lors du morning meeting, chaque matin, l'analyste n'a que deux minutes pour présenter l'idée du jour. Donc, il faut que l'analyste soit précis et que dans sa conclusion, tout de suite, il donne des raisons pour le soutenir dans cette idée. Donc, il va dire : on achète aujourd'hui parce que c'est pas cher, parce qu'il y a un nouveau plan de restructuration... »* [R24SG] ou parfois implicite : *« Les vendeurs font passer notre message, par exemple : L'Oréal, aujourd'hui publication du chiffre d'affaires, c'était pas bon. »* [A15JG]. Une majorité d'analystes (62.5 % de notre population d'analystes juniors et seniors, soit 27 analystes sur 40) soulignent cette contrainte forte et ne veulent pas courir le risque d'apparaître aux yeux des vendeurs et en définitive de leur hiérarchie, comme des personnes déconnectées des réalités commerciales et du marché boursier. Cette contrainte est exprimée de façon claire par les responsables hiérarchiques qui

mettent en avant le rôle des vendeurs dans le succès du business modèle des structures. Les analystes senior ou junior intègrent tous cette configuration commerciale : « *On fait des présentations aux vendeurs à travers des slide-shows à partir du résultat de nos études. Tout ça, c'est dans un but uniquement commercial parce que nous ne sommes pas des entreprises philanthropiques. On espère générer des ordres à travers les idées qu'on amène.* » [A25JM] ; Par conséquent, ils gèrent leurs relations avec les vendeurs à l'aune de cette dimension commerciale.

« *Les vendeurs savent bien ce qui intéressent les marchés. Il leur faut une belle histoire qui engendrera des commissions.* » [A33SG] ;

« *Notre premier interlocuteur, c'est le vendeur. S'il n'est pas convaincu par l'argumentaire de l'analyste, il ne va pas en parler à ses clients. Au contraire, si lui-même est convaincu, il va diffuser cette idée auprès des clients investisseurs* » [A9SG] ;

« *Il faut faire attention à ne pas se faire descendre par les vendeurs parce que ton modèle est pas bien expliqué ou que tu as un argumentaire pas bon.* » [A14JG].

La relation entre analystes et vendeurs aboutit à la construction d'un système d'action au sens de Crozier (1963) qui va en quelque sorte cristalliser la situation de dépendance réciproque de ces acteurs en aboutissant à un compromis entre eux. Les analystes financiers disposent d'un champ de compétences particulier qu'ils expriment sous la forme d'une supériorité intellectuelle. Ils sont en effet les seuls à disposer d'une expertise sur l'évaluation des entreprises de leur secteur ; les vendeurs étant généralistes. Mais les analystes financiers doivent cependant s'adapter aux schémas de pensée des vendeurs en adoptant une présentation « simple » de leurs idées et recommandations lors des *morning-meetings* car les vendeurs disposent quant à eux du pouvoir de notation des analystes qui constitue une modalité importante de leur évaluation en interne. Ce système d'action peut être schématisé comme suit :

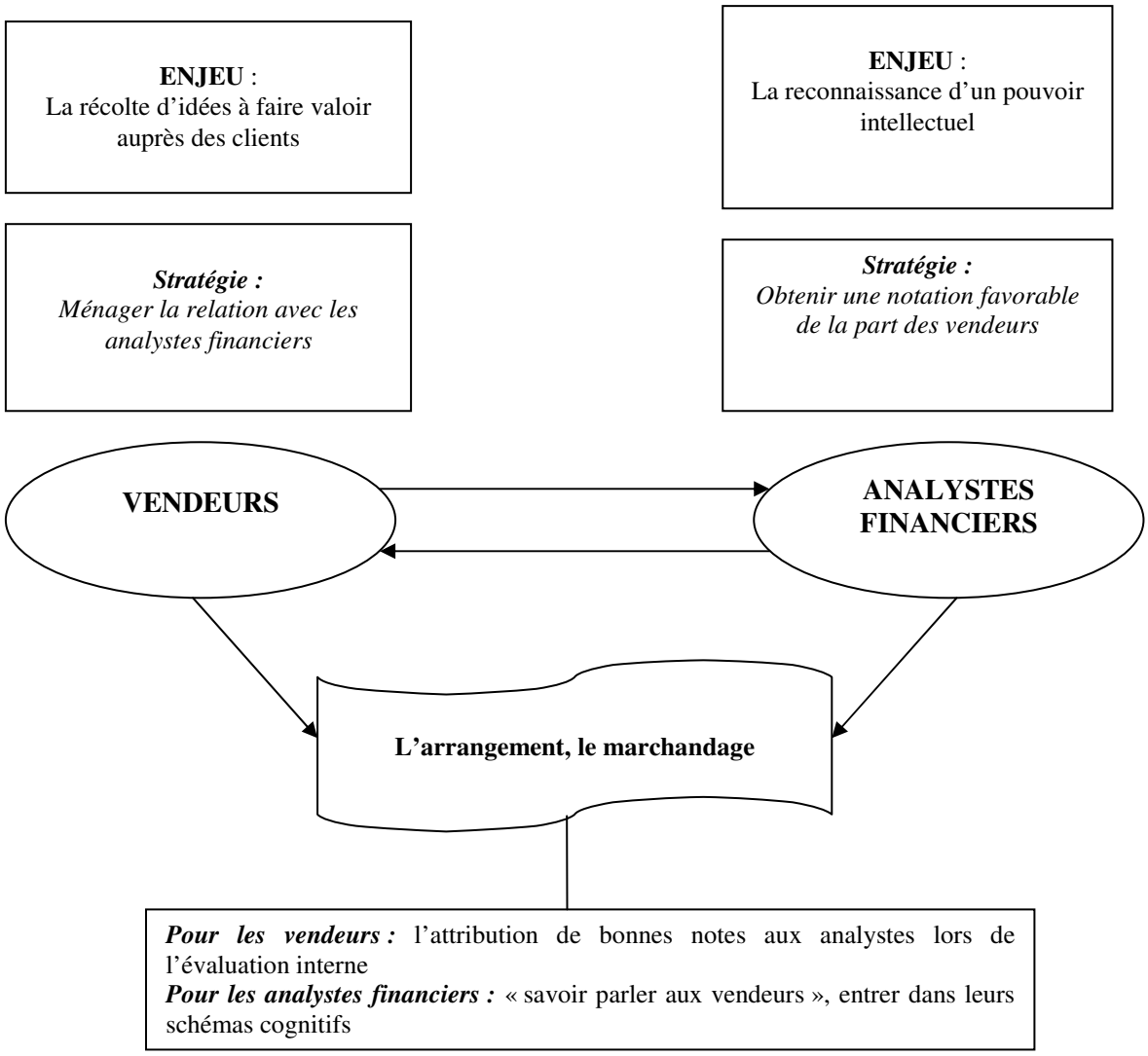


Figure 16 : Le système d'action Analystes/Vendeurs
Mis en forme à partir d'une figure explicative du système d'action crozérien établie par Foudriat (2007, p.155)

2. *La communication externe*

Les objectifs conatifs de la communication interne (faire agir les clients investisseurs) sont complétés par des actions de communication externe prises en charge par les analystes financiers. Comme les vendeurs, ils sont chargés d'entrer en contact avec la clientèle d'investisseurs afin de présenter leur recherche toujours dans l'objectif *in fine* de susciter des ordres de bourse. Nous avons pu souligner dans nos développements sur l'évaluation ce phénomène qui traduit une évolution majeure du métier d'analyste désormais centré et évalué sur la phase aval de son activité, celle du marketing de sa recherche. Ce phénomène renvoie aux modes d'organisation du travail.

C) L'organisation du travail

1. Une prépondérance des activités marketing...

Les relations des analystes avec leurs clients investisseurs représentent selon les structures, entre un tiers et la moitié du temps de travail. Elles prennent la forme de contacts téléphoniques entre analystes *sell-side* et leurs contreparties au sein des sociétés de gestion : analystes *buy-side* et gestionnaires. Il s'agit des appels entrants où l'analyste est chargé de répondre aux demandes de précisions des clients sur un rapport qu'il a pu rédiger, sur un événement particulier qui pourrait avoir un impact sur la valorisation ou encore sur des explications concernant un modèle de valorisation. Mais la majeure partie des contacts téléphoniques a lieu à l'initiative de l'analyste lui-même : *« On les appelle suivant l'évolution de l'actualité, de nos idées. »* [A22JG] ; *« Dès qu'il se passe quelque chose, ils prennent leur téléphone en laissant un petit message dans la boîte vocale pour l'analyste buy-side ou alors ils envoient un petit mail avec un commentaire et c'est souvent pour un événement qui n'est vraiment pas significatif mais tout ça, c'est fait pour nourrir un flux d'informations. »* [A35SM].

L'établissement de ces contacts téléphoniques devient de plus en plus formalisé avec l'introduction de logiciels de CRM dans la plupart des structures enquêtées (*Customer Relationship Management*) recensant les appels entrants et sortants et qui permet à la hiérarchie de vérifier que l'analyste se conforme à des standards définis à l'avance par le responsable du bureau pour l'ensemble des analystes quelle que soit leur couverture sectorielle : *« il faut appeler les clients car on nous impose aujourd'hui un certain nombre d'appels téléphoniques pour les clients et cela représente 50 à 100 appels par mois aux clients. »* [A14JG] ; *« On appelle un client et on rentre le client qu'on a appelé. Dans certaines maisons, tout se passe par informatique, le téléphone est lié à l'informatique, aux systèmes d'information et on sait très bien qui vous avez appelé. »* [A36JM]. ; *« Vous devez remplir régulièrement vos contacts clients et c'est compilé sur une base annuelle par le service commercial »* [A33SG]. La remarque précédente de cet analyste bénéficiant de près de quinze ans d'expérience sur le secteur des matériaux-constructions est révélatrice d'une dichotomie assez nette entre juniors et seniors. Car cette supervision au moyen de l'informatique n'est pas fondamentalement bien acceptée par la quasi totalité de la population des analystes seniors (17 analystes seniors sur 18 soit 94.44 % de cette population); elle

constitue pour eux une source très forte de contraintes dans la gestion de leur temps de travail qu'ils aimeraient voir davantage consacré à la recherche. S'agissant des analystes juniors, s'ils estiment que cette activité est relativement chronophage, beaucoup (65 % de notre population d'analystes juniors et seniors, soit 26 analystes sur 40) s'en accommodent et lui trouvent une utilité évidente : leur permettre de gagner en visibilité auprès de leur clientèle. Nous avons vu précédemment comment l'évaluation interne était influencée par la notation effectuée par les gérants. La capacité de l'analyste financier à se faire connaître de sa clientèle en étant non seulement disponible mais également en relayant des informations et des idées d'achat a une influence non négligeable dans ces classements comme le souligne cet analyste : *« Il y a des gérants qui gardent en tête que vous les avez bien conseillés à un moment donné sur certaines valeurs. Moi, j'ai des gérants qui m'ont appelé parce que j'étais positif sur une boîte allemande de construction alors que le marché était en récession pour la dixième année consécutive parce que c'était une histoire de recovery. Et bien la boîte, elle a fait plus 85 %. Ils n'oublient pas. Ils savent très bien que c'est cet analyste qui leur a parlé de cette valeur. Et parfois, c'est pire, parce que quand vous leur conseillez une valeur et qu'ils ne l'ont pas fait, ils sont tellement en rage contre eux qu'ils n'oublient pas non plus....Notre notation, elle est basée sur le trimestre passé donc les gérants auront déjà vu... Ils jugent sur le S 2 de l'année 2004 et cela va déterminer combien notre maison va avoir de courtage en 2005.»* [A5JM]. *; « J'avais un peu lâché le pied au niveau du phoning au cours du semestre précédent parce que j'étais dans un process important sur la mise en place d'une recherche pan-européeenne small et mid-cap. Hé bien, je l'ai payé cher. J'avais disparu du classement AGEFI où j'avais été classé troisième la dernière fois. Mais je veux dire... J'en avais pas moins fait cette année, mes reco*[167] *étaient toujours bonnes. »* [A11SG]. Si le dialogue entre analystes et gérants prend une coloration commerciale assez nette pour les juniors, les seniors perçoivent leurs relations avec leurs contreparties de la gestion comme une collaboration intellectuelle et un moyen de « coller au marché » : *« le contact avec les gérants permet d'échanger des idées. Ils ont un feeling du marché que les analystes n'ont pas parce que nous, on rentre dans la profondeur des choses et le momentum des marchés est différent. Les gérants ont une idée globale de ce qui se passe ailleurs chez la concurrence et ils ont vu le management, soit avec nous, soit avec d'autres. Si un gérant est intelligent, l'entretien peut être enrichissant. Comment ils peuvent nous influencer ? En mettant un analyste sur une piste qu'il n'avait pas vue. Donc, c'est une influence par l'information, par l'échange des idées parce que, l'analyste financier rentre parfois tellement dans les détails qu'il ne prend pas*

[167] recommandations

forcément du recul et peut-être que le gérant lui a ce recul. » [A16SM]. Sur le plan des significations, on comprend que pour la majorité des répondants juniors (54.54 % de notre population d'analystes juniors, soit 12 analystes sur 22) les contacts avec la clientèle sont avant tout un moyen de se faire connaître auprès des gérants et d'accéder aux *ratings*. Pour les analystes seniors (15 analystes sur 18 soit 83.33 % de la population) les contacts sont avant tout perçus comme un moyen d'enrichir leur travail en établissant une collaboration intellectuelle. Nous constatons ainsi que pour échapper à ce qu'ils estiment être une contrainte temporelle, ces analystes détournent en quelque sorte le but initialement fixé à ces appels téléphoniques : l'établissement de relations commerciales.

En définitive, **pour les deux populations, cette modalité d'organisation du travail entraîne des représentations exprimant le caractère contraignant de ces appels mais également les bénéfices attendus**. Pour les juniors, ceux-ci se manifestent en termes de valorisation personnelle et d'intégration à la structure (l'analyste accède au classement des gestionnaires qui sera répercuté par la suite en interne par la hiérarchie dans les processus d'évaluation) ; pour les seniors, les bénéfices attendus sont une valorisation des activités amont de leur travail, à savoir la recherche.

Enfin, l'utilisation de CRM constitue un « substrat technique » (Hatchuel et Weil, 1992) qui permet d'objectiver le travail des analystes financiers en mettant en exergue des données utilisées par la suite pour mesurer et évaluer la conduite de ces acteurs. Lors des processus d'évaluation, nous verrons que ces données seront compilées avec d'autres (nombre de rapports publiés, de présentations commerciales, d'interventions au morning-meeting...) pour aboutir à une représentation rationnelle d'un travail qui, normalement, de par sa nature intellectuelle, est difficilement quantifiable. L'accent est donc mis sur l'élaboration de normes de productions commerciales et non sur un jugement relatif au travail d'analyse fondamentale. **Ce faisant, il aboutit à une vision que certains analystes considèrent comme simplifiée de leur travail** (« *On nous considère comme des technico-commerciaux* »[A16SM] ; « *Les objectifs commerciaux, c'est du court terme, c'est le contraire des principes de l'analyse fondamentale* » [A29SM] ; *« On est devenu un call-center d'analyse financière »* [A33SG]) **et parfois exprimé de façon très négative** (*« C'est Big Brother »* [A5JM] *; « On est fliqué à 100 % »* [A8SG] *; « C'est clairement du flicage »* [A35SM]). **Au sein des bureaucraties professionnelles que sont les firmes de *brokerage* composée de salariés fortement spécialisés, cette standardisation par des normes qui a**

pour objectif de contrôler le travail des analystes financiers aboutit donc à un mécanisme de coordination inefficace tel qu'il a été dénoncé par Mintzberg (*op. cit.*, p. 333) : « un processus de travail complexe ne peut pas être formalisé par des règlements, et des « productions » complexes ne peuvent pas être standardisées par des systèmes de planification et de contrôle ». Mais si ce mode de coordination de type mécaniste a pour effet de « gêner » les analystes financiers, il est finalement accepté par l'immense majorité des répondants (35 analystes sur 40 soit 87.5 % de la population totale) « *De toute façon, l'aspect commercial, il est dans tous les métiers aujourd'hui.* » [A11SG] *; « Je pense que rares sont les métiers qui ne sont pas quelque part un peu mouillés là-dedans* » [A36JM] ; « *Dans le métier, il faut être vendeur.* » [A16SM] ; *« Mais bon, c'est comme ça. Ca a été décidé très haut. »* [A35SM].

Ces contacts téléphoniques ne sont qu'une partie des activités commerciales du travail des analystes. D'autres activités aboutissent à la création **d'un véritable marketing de leur recherche**. Celui-ci prend appui sur des rencontres avec les clients pour leur présenter les travaux de recherche : *« Il faut aller rencontrer les clients institutionnels à qui vous allez vendre votre truc en disant : voilà, il faut acheter Saint-Gobain parce que la dernière opération sur Publicis est géniale. Vous allez rencontrer des gestionnaires... Il faut d'abord que vous vendiez votre idée et que le client se dise : il a raison, c'est une super idée. Il faut lui dire pourquoi c'est super et pourquoi il faut acheter. »* [A3JG] ; mais également sur des *road-shows* et *one-to-one* où l'analyste est chargé de mettre en relation sociétés cotées et investisseurs : *« il y a les road shows car les clients institutionnels aiment bien avoir des contacts directs avec les entreprises et nous les analystes, on relève dans ce cas-là du tour-operating et on fait jouer notre relation avec les entreprises pour emmener les gestionnaires faire un petit tour à droite à gauche. Ça c'est un boulot commercial car in fine, vous vous adressez au client final.* » [A20JM]. Là encore, la plupart des structures mettent en place des normes trimestrielles ou semestrielles de rencontres organisées par les analystes financiers : *« quelqu'un qui est aujourd'hui chez [...] sait qu'au mois de septembre, il aura quinze jours qui lui seront réservés pour aller voir des clients, et ces quinze jours là, il ne fera que des rendez-vous one to one, ce qu'on appelle de visu, avec des clients. »* [A31JG]. Dans les grosses structures, un service dédié est même là pour organiser la logistique des opérations.

Le mécanisme des *road-shows* est décrit par Edouard Tétreau (2005), ancien analyste du secteur des médias et des télécommunications d'une grande firme française de *brokerage*. Cet exercice est l'occasion pour l'analyste financier de gagner en visibilité auprès de la

communauté des investisseurs (« caisse de retraite belge, fonds de pension floridien, mutuelle californienne, banque privée à Florence, un gouvernement asiatique ») : « *Le road show, autant le dire tout de suite, c'est la gloire et la prospérité assurées pour tout analyste. Avant un roadshow, vous n'êtes que cet infâme petit scribouillard, tortureur de chiffres, ce dérangé de la calculette qui, au terme de calculs fumeux et de labeur ingrat, va pondre des dizaines de notes qui ne seront jamais lues. Vous n'existez pas dans le marché. Vos vendeurs ont trop honte de vous pour vous montrer à leurs clients. Alors vous rongez votre frein, en attendant qu'une note d'analyse ou un événement sur votre secteur (une OPA, une fusion, une privatisation, une faillite) vous fasse sortir de cet anonymat parfait.* » (pp109-110). La publicité faite par l'analyste de ses travaux auprès des investisseurs permet d'engendrer par la suite des ordres d'achat ou de vente auprès de son employeur faisant de lui « une petite caution, un petit prétexte pour grosses commissions ». Tétreau décrit le *roadshow* comme une « *tournée électorale pendant laquelle l'analyste va solliciter les suffrages, les votes des investisseurs institutionnels pour la qualité de ses études et opinions* ». Ainsi, « *plus le nombre de votes est élevé, plus le niveau de commissions le sera pour le courtier* ». Dans un souci de mesure de la validité externe de ce témoignage, nous avons interrogé notre échantillonnage d'analystes financiers sur ce qu'ils pensaient de cet ouvrage[168] et s'il correspondait à la réalité du métier. Les contraintes évoquées par Tétreau dans la gestion de cet exercice particulier (absence prolongée du bureau qui ne permet pas de contacter les clients habituels et de faire de la recherche, fatigue nerveuse et physique, difficulté à se conformer aux standards de présentation des investisseurs anglo-saxons) sont corroborées par la majorité (20 analystes sur 28 soit 71.42 %) de nos répondants. Cependant, certains analystes interviewés (12 analystes sur 28 soit 42.85 %) soulignent que le témoignage de Tétreau, même s'il n'est pas totalement caricatural, correspond à une période particulière des marchés financiers caractérisée par une hausse continue des volumes de transactions à l'international portés par les valeurs de la « nouvelle économie » : « *Je pense que ce bouquin reflète une certaine époque dans certaines maisons. Ca reflète une époque de folie financière, de maisons qui étaient à l'époque relativement importantes avec un gros marché à l'international où l'analyste voyageait beaucoup. Je pense qu'aujourd'hui c'est moins le cas, c'est moins marqué que cela car les temps sont durs. Les contraintes budgétaires font que l'on*

[168] La sortie de l'ouvrage (mars 2005) coïncidait justement avec nos entretiens de la phase intensive. Cette question a été posée à 28 analystes soit un peu plus de 70 % de la population étudiée.

emmène moins souvent les clients en balade. Mais bon, on ne peut pas dire que ça n'a pas existé. Ça a existé. C'est le reflet d'une époque. C'est la période 1997-2000. » [A16SM].

La prépondérance des activités marketing est une évolution majeure du métier d'analyste financier et l'ensemble de nos répondants qu'ils soient juniors ou seniors (38 analystes sur 40 soit 95 % de la population des seniors et juniors) évoquent spontanément cette transformation. Il semblerait qu'il y ait un « avant » et un « après ». Justement, à quand les analystes datent-ils cette transformation du métier ? A l'inverse des seniors, la population des juniors ne situe pas précisément ni les dates, ni les facteurs déclencheurs. Quant aux analystes ayant plus de dix ans d'expérience, ils situent cette transformation lors de la décennie 1990 avec l'arrivée de la concurrence anglo-saxonne : *« A Paris, des années 80 aux années 90, on est passé du Moyen Âge au XXIe siècle. Moi, j'ai connu les deux crashs. J'ai commencé en septembre 1987 en tant que négociateur au début. À cette époque, le métier n'avait rien à voir. Le métier a vraiment changé au début des années 1990. Par ce que notamment les maisons anglo-saxonnes sont arrivées sur le marché français. Entre cette époque et maintenant, on est passé du Moyen Âge aux temps modernes. Les Anglo-Saxons ont commencé beaucoup plus tôt que nous. Les analystes français, par rapport à ce que faisaient les anglo-saxons... Mais c'est parce que les marchés financiers étaient beaucoup plus importants là-bas. »* [A16SM]. Dans l'esprit de beaucoup d'analystes seniors, le développement de l'industrie financière, conséquence de l'explosion des volumes échangés sur les marchés européens, est à l'origine de cette prépondérance des activités commerciales : *« C'est à ce moment-là que le règne des agents de change s'est arrêté et qu'il y a eu une industrialisation du métier. Avant, on avait quelques analystes dans un coin, et on ne savait pas trop à quoi ça servait. On les utilisait un peu de temps en temps pour les introductions en bourse mais on les sortait pas pour voir les clients, les entreprises n'y attachaient pas une importance faramineuse. Ça n'avait pas d'impact sur le marché. C'était autre chose. C'était comme quand on faisait des voitures à la main, maintenant, on les fait à la chaîne. Je suis arrivé ici en 1995 et c'était le début de l'européanisation de la recherche. L'euro allait arriver et on allait avoir un suivi paneuropéen des entreprises. Moi je suis arrivé pour mettre en place un suivi paneuropéen du secteur matériaux et construction. Avant, c'était fait de façon franco-française. Maintenant, le temps commercial d'un analyste c'est entre 30 et 50 %. Et effectivement, ça n'a rien à voir par rapport à une époque où 100 % du temps était consacré à la recherche... »* [A29SM].

La standardisation des procédés de travail à travers l'adoption de normes commerciales apparaît donc comme une réponse au changement de l'environnement concurrentiel des firmes de *brokerage* (ce que Mintzberg, *op. cit.*, p. 333 appelle « un environnement plus dynamique »). **Face à l'exacerbation de la concurrence et l'adoption d'un nouveau modèle d'analyse financière exclusivement financé par les frais de courtage générés par les clients, ces bureaucraties professionnelles ont dû repenser leur mode de coordination.** Pour coordonner l'activité d'analyse financière tant que cette dernière était exclusivement consacrée à la recherche, les structures comptaient sur la standardisation du savoir-faire assurée à l'extérieur « dans des associations professionnelles autogérées auxquelles les opérateurs de l'organisation adhèrent tout comme leurs collègues des autres Bureaucraties Professionnelles » (Mintzberg, *op. cit.*, p. 312). Ce fut comme nous l'avons analysé dans notre revue de littérature, le rôle de la SFAF qui en collaboration avec d'autres associations professionnelles européennes a eu pour fonction principale d'améliorer la compétence technique de ses membres. La tenue de congrès, les réunions informelles entre analystes ainsi que la création de commissions en charge de techniques d'analyse (comme la « commission des méthodes comptables » rendue nécessaire par la complexification croissante de la comptabilité ou encore la « commission informatique et analyse financière ») se sont inscrits dans un processus d'harmonisation des techniques utilisées par la profession. **Dès lors que la rentabilité et la pérennité des bureaux d'analyse deviennent exclusivement dépendantes des commissions de courtage générées par la clientèle, la consécration exclusive au travail d'analyse fondamentale au détriment des activités commerciales constitue une menace.** L'autonomie laissée aux analystes financiers dans leur travail de recherche est perçu alors comme un handicap pour les structures qui les emploient. **En laissant intact le modèle d'analyse financière qui s'est développé dans les années 1980 et qui était basé sur une autonomie très forte des analystes financiers, elles courent le risque de voir ces professionnels « ignorer les besoins de leurs clients » et « encourager beaucoup d'entre eux à ignorer les besoins de l'organisation »** (Mintzberg, *op. cit.*, p. 331). Car pour Mintzberg, ce qui caractérise justement les salariés du centre opérationnel dans une bureaucratie professionnelle, c'est le fait qu'ils ne se considèrent généralement pas comme « faisant partie d'une équipe » et « voient l'organisation comme une donnée presque accessoire », « un endroit commode pour exercer la profession », qu'« ils sont loyaux vis-à-vis de la profession mais pas envers l'organisation où ils se trouvent exercer ». Cette particularité est soulignée par le DRH d'une grande structure quand il évoque avec nous les processus de recrutement qu'il a du mal à piloter (*« Les RH sont une chambre*

d'enregistrement » [DRH2]) et qui sont de fait, laissés aux managers : *« Pour les métiers de salles de marchés, ces gens se définissent davantage par rapport à ce métier que par rapport à l'appartenance à l'entreprise. Un gérant actions, un trader actions, un analyste actions, c'est d'abord un gérant actions et il sera gérant actions à CLAM, BNP Paribas Asset Management avant d'être quelqu'un du Crédit Lyonnais, de la BNP ou de la Société Générale. Ce qui n'est pas le cas de beaucoup d'autres métiers, où les gens se définissent d'abord par rapport à l'entreprise et accessoirement par rapport au métier. »* [DRH1]. **Par conséquent, la latitude laissée aux salariés dans le contrôle de leur propre travail, qui constitue une spécificité forte des bureaucraties professionnelles, est peu à peu rognée, comme nous l'avons vu, par l'introduction au sein de ces structures de mécanismes de coordination basés sur la supervision (au moyen de CRM) et la standardisation des procédés de travail (élaboration de normes de production : nombre de rapports, road-shows etc.).**

2. ... valorisée par les actions de communication interne

L'analyse des journaux d'entreprises de l'ensemble des structures de *brokerage* (moyennes et grandes) révèle comment les actions de marketing sont mises en valeur. Cette modalité de communication interne a ici un double objectif. Elle permet de **structurer l'activité des analystes financiers autour d'objectifs commerciaux**. Ainsi, les *road shows* sont régulièrement présentés dans les rubriques « succès », « temps forts », « événements » à travers des interviews de vendeurs et/ou d'analystes, comme l'illustrent les propos du responsable de bureau d'une grande structure relayés par le journal d'entreprise: *« The roadshow was organised for Gulfsands Petroleum ; the company is one of the stocks we are brokers to. We had total buy-in from the enthusiastic sales team who took on board our research and pushed the stock in order to generate two full days of meetings. The company was very impressed with the quality of meeting arranged and felt that it was a useful marketing experience. »*; ou ceux d'un analyste junior d'une autre structure : *«Le bureau de New-York m'a accueilli chaleureusement pour ce roadshow qui représentait pour nous des opportunités d'investissement très importantes. Nous avons eu de très bons retours des clients sur la présentation. ».*

De la même façon, l'annonce de l'attribution de prix par la presse financière ou une remontée de classement dans les *rankings* des investisseurs sont systématiquement relayés.

Un journal d'entreprise reproduit l'interview donnée par le responsable du bureau au quotidien *Les Échos*, suite au classement par StarMine de trois analystes de la structure parmi les dix meilleurs analystes français : *« On est naturellement ravi. La logique de notre métier ne consiste en rien d'autre que de faire gagner de l'argent à nos clients. »*. Un autre retrace en deuxième page la nomination de la structure au rang de meilleur broker européen par Bloomberg : *« [...] has been ranked as top broker in Europe by Bloomberg magazine. [...] gets its top ranking for accuracy of recommendations. The survey, released by Bloomberg in the November issue, examines the accuracy of brokers' stock recommendations over a two year period. To identify the top researchers, Bloomberg tracked recommendations issued by more than 350 firms and 2,500 analysts worldwide»* ; suit la réaction du responsable de bureau : *«At a time when so many clients are selecting only those brokers capable of generating alpha, we believe that these rankings are strong proof that the local research approach really does work. […] scores well in this type of survey because we understand the local operating environment. I would like to congratulate our analyst team for this achievement. »*. D'autres publient un « focus » ou des « brèves » avec l'annonce de prix attribués à des analystes de la structure : *« […] pour la troisième année consécutive, numéro un du classement AGEFI pour l'hôtellerie »* ; *« [...], analyste du secteur luxe améliore sa position acquise l'année dernière. »* ; *« Le millésime 2006 est plus que positif pour [...] et ses collaborateurs du secteur Aéronautique et Défense : [...],[...],[...]. Ils décrochent la deuxième place des prix sectoriels de l'AGEFI. Félicitations à toute l'équipe ! »*.

Enfin, en affichant clairement une valorisation des salariés les mieux notés par la clientèle, ce processus de communication renvoie à des **considérations affectives et gratifiantes** en visant à faciliter l'investissement des analystes financiers dans les tâches commerciales.

3. Les autres caractéristiques de l'activité exercée

Si les analystes financiers voient leur organisation du travail dominée par les activités de marketing, la phase amont de celle-ci renvoie à leur travail de recherche. Si comme nous l'avons précédemment souligné, les relations avec les vendeurs et la clientèle sont très encadrées, les analystes financiers bénéficient d'une relative autonomie dans leurs activités de recherche (« *Il n'y a pas vraiment de journée type* » [A5JM]) qui se décomposent en deux temps : *« Il y a la partie étude et recherche qui est composée entre la collecte de données sans*

limitation, par les contacts et les réseaux que l'on peut avoir individuellement. Après, il y a la mise en forme et la rédaction de ces différentes données pour en faire des études sectorielles, individuelles ou thématiques » [A20JM].

Le premier temps renvoie au processus de collecte de l'information et les sources d'information sur les sociétés et secteurs sont multiples et diverses : documents de référence déposés à l'AMF, rapports annuels, communiqués de presse, Internet... Indépendamment de ces supports, les contacts avec le management des sociétés cotées constituent la source principale de collecte de l'information. Le contact peut s'établir par le biais des réunions de présentation de résultats dans lesquelles les analystes peuvent interpeller les représentants de l'entreprise présents sur un sujet particulier (ex. : explication de données financières, précisions sur la stratégie etc.). Les *conferences-call*, contacts directs entre l'analyste et l'entreprise, constituent un autre moyen pour les analystes d'obtenir de nouvelles informations sur une valeur ou un secteur suivi. Ces contacts nombreux et aisés avec le management sont décrits comme des points positifs de leur travail. Ils permettent d'accroitre la connaissance du secteur et de l'entreprise : *« On a accès facilement aux dirigeants, aux managers. On a effectivement de par les relations de confiance qui peuvent se nouer dans la durée, on a accès à plus d'informations qu'en lisant la presse ou les rapports »* [A18SG] ; *« On côtoie ceux qui font la stratégie de la société et ça nous aide à mieux l'appréhender. »* [A13JM]. Ainsi, quand nous demandons ce qui pourrait-être catastrophique professionnellement, beaucoup d'analystes (72 % de nos répondants) évoquent le fait d'avoir des relations exécrables avec le management comme l'illustrent les propos de cet analyste junior : *« Il est obligatoire d'avoir de bonnes relations pour être en contact régulier. »*[A15JG]. Si ces contacts sont une source essentielle de constitution des argumentaires de valorisation, ils permettent également aux analystes de bénéficier d'**un certain pouvoir d'influence** à l'égard des firmes grâce aux relations entretenues avec les investisseurs : *« Les investisseurs parlent aux analystes qui vont ensuite retransmettre à la société. »* [A8SG] ; cela leur permet d'exiger des entreprises qu'elles se plient à certains canons de présentation : « *On demande à dialoguer avec un interlocuteur clair et compétent. Ca fait partie de la logique des choses et de la normalité. »* [A15JG] ; *« Ca ne m'intéresse pas de parler avec Tartanpion. »* [A36JM]; *« On demande à l'IR* [Responsable Communication Investisseur] *de faire vite pour éviter le bla-bla habituel »* [A35SM]. Alors que les analystes seniors analysent exclusivement cette relation comme un moyen de perfectionner leurs méthodes de valorisation, beaucoup d'analystes juniors (même s'ils

n'occultent pas cet aspect) retirent une satisfaction personnelle dans le fait de pouvoir accéder aux hautes sphères de décision : *« On a la chance à 30 ans de rencontrer les grands patrons, de comprendre leur stratégie, de discuter avec eux. »* [A13JM]; *« C'est quand même flatteur de discuter avec le numéro 1 de la distribution en Europe ! »* [A30JG]; *« C'est un métier qui flatte pas mal l'égo »* [A5JM]...

Le second aspect du travail de recherche consiste en l'analyse des données recueillies et en la rédaction des rapports d'analyse. Valorisation des free cashflows actualisés et comparaison avec des entreprises similaires sont au cœur du processus d'analyse. En raison de la forte disparité sectorielle des analystes rencontrés, nous n'avons pas réussi à déceler dans l'analyse des rapports qui nous ont été remis d'autres convergences dans la présentation des méthodes d'évaluation reliées à l'argumentaire d'investissement. Il serait en effet illusoire de trouver des termes de comparaison entre des firmes touchant des secteurs d'activité différents ou pour des entreprises plus diversifiées faisant partie d'un groupe, même si certains analystes ont pu évoquer avec nous des outils d'évaluation partagés par leurs pairs : *« On fait des free cash flow. Chez nous, longtemps ça a été le dogme. On ne jurait que par ça et puis après il y a eu les comparaisons boursières avec les sociétés comparables du secteur en fonction des estimations qu'on peut faire. »* [A33SG] *; « Comme tout le monde, on fait un modèle plus ou moins compliqué pour estimer des progressions de chiffre d'affaire, de résultat opérationnel, des aspects liés au compte de résultat prévisionnel, bilan prévisionnel, cash flow prévisionnel... Et bon après ça, en fonction de ça, ça nous donne une valorisation par les free cash flows et puis on fait la comparaison avec les comparables à côté.* » [A16SM]. En outre, la majorité des analystes furent peu prolixes dans la réponse à notre question : « Qu'est-ce qui vous guide dans votre travail d'évaluation ? »: *« J'ai plusieurs outils très divers. Il y a des méthodes classiques et puis des méthodes atypiques. Il y a tout un panel de méthodes. »* [A31JG]; *« Il y a différentes méthodes de valorisation : le discounted cash flow, les comparables, l'approche par la somme des parties. »* [A20JM]. Enfin, les méthodes d'analyse relatives aux stratégies poursuivies par les entreprises telles que nous les recueillons dans les rapports d'analyse sont fort disparates : telle structure indique systématiquement une matrice SWOT quel que soit le secteur d'activité de l'entreprise analysée, une autre met l'accent uniquement sur la demande, une autre utilise des phrases clé (« Un objectif affirmé d'allègement des structures et des coûts », « Une internationalisation pas toujours réussie », etc.). Mais nos compétences limitées en matière de techniques d'analyse financière ont pu également constituer un frein à un échange plus approfondi

concernant les méthodes d'évaluation ou les argumentaires d'investissement utilisés par nos répondants. **Concernant cet aspect rédactionnel, ce qu'il faut retenir de la grande majorité des entretiens** (32 analystes sur 40 soit 80 % des répondants) , **c'est d'une part la description du processus intellectuel aboutissant à la rédaction qui constitue *une source de motivation* forte pour nos répondants et d'autre part, l'évocation de *l'utilité de ces rapports* dans le processus de production de service à destination de la clientèle d'investisseurs.** La description par les analystes financiers de leur processus d'évaluation des firmes et du secteur ainsi que la latitude qui leur est conférée dans ce processus est faite dans des termes qui soulignent son caractère motivant : *« Il y a un travail de compréhension, de recherche sur un secteur d'activité. Et c'est un métier où on a beaucoup d'autonomie pour la recherche. Ce qui me motive ? Oui, c'est ça, il y a l'intellectuel et l'autonomie. »* [A11SG]; *« L'aspect intellectuel est important dans notre métier, c'est ce qu'il y a de passionnant. »* [A28JM]; *« Etre en contact avec les entreprises, comprendre la manière dont elles fonctionnent, si elles gagnent de l'argent, avoir une vision sur leur stratégie et la confronter avec celles des concurrents, avoir une opinion sur l'évolution des sociétés. »* [A29SM]. Chez les analystes seniors, la description de ce processus est en outre assimilée à une forme d'expertise très forte que soulignent les responsables d'équipes d'analystes comme ce responsable de bureau d'une grande structure : *« Ce qui fait la différence entre eux, les anciens analystes et les nouveaux analystes... Je crois que... L'ancienne génération, ce sont des analystes qui sont experts dans l'industrie et ils étaient capables de savoir quelles étaient les meilleures sociétés et ils avaient une sorte d'admiration pour ces sociétés. Par exemple, pour L'Oréal, ils disaient : leurs produits sont les meilleurs et il faut acheter. Par contre, aujourd'hui, on a un avis plus grossier. On est expert en titres mais pas en sociétés. »* [R2SG]. Le dépassement de cette vision fondamentaliste du travail d'analyste financier semble intégré par les analystes seniors dans leurs représentations du processus de production : *« Quand on sort des papiers de 40 pages, on nous dit : « c'est de la merde, ça ne va pas être lu par qui que ce soit ». Alors que si on sort 10 pages et qu'on dit : « il faut faire ça ça ça », tout de suite, ça passe mieux. »* [A18SG] ; *« Les rapports, tout le monde s'en fout. Il faut être réactif. On doit publier des brèves, des focus, des flashs pour les clients. »* [A1JG].

On aboutit ainsi à la constitution d'un positionnement conformiste des analystes seniors par rapport aux nouvelles donnes organisationnelles et managériales basées sur la valorisation du commercial. Si cette catégorie semble s'accommoder faiblement de ces activités nouvelles qui remettent en cause sa posture initiale dans les anciennes sociétés de

bourse et sa vision du métier, elle adopte cependant dans ses actions au sein de l'entreprise une attitude de conformité à ces nouvelles règles implicites et explicites. Venant de la hiérarchie et des vendeurs, ces pressions exigent d'une part un comportement réactif, incompatible avec le *momentum* nécessairement long du processus de recherche ; et d'autre part, des recommandations suffisamment originales et claires pour « capter » le client.

Par conséquent, l'acceptation d'une certaine inutilité de rapports longs et « fouillés » et le glissement vers les activités aval de la production d'analyse financière, à savoir la valorisation des activités de recherche auprès de la clientèle, constitue la modalité la plus visible des nouvelles formes d'action des analystes seniors qui convergent avec celles des analystes juniors. D'autres extraits d'entretiens, que nous présentons plus loin, soulignent que le travail d'analyse des informations est de plus en plus fréquemment dévolu aux stagiaires ou aux juniors tandis que les seniors se consacrent aux tâches plus nobles de marketing, ce qui vient conforter notre interprétation.

D) L'emploi

Nous avons préalablement analysé, lors de notre étude des configurations stratégiques et organisationnelles, les modalités de séparation en vigueur dans les entreprises de courtage, à savoir la gestion des restructurations effectuée suite à la baisse sensible des volumes échangés après l'éclatement de la « bulle Internet ». Nous analysons dans les développements qui suivent les autres dimensions de l'emploi : le recrutement et la gestion des carrières.

1. Le recrutement

Les processus de recrutement prennent deux voies.

La première consiste à utiliser la fonction ressources humaines dans le recrutement. Le responsable du bureau d'analyse financière sollicite le DRH qui demande alors au manager de lui apporter une description de fonctions, les qualités requises, le profil requis. Le DRH se dirige ensuite vers le marché par le biais de petites annonces, de sites Internet, de chasseurs de tête pour trouver un candidat qui corresponde au poste. Il accompagne ensuite le manager dans les différentes étapes du processus de recrutement. Celles-ci prennent la forme d'un entretien de motivation suivi de tests ayant pour principal objectif d'évaluer les compétences

commerciales des candidats, comme l'illustrent les propos d'un DRH d'une structure moyenne : *« Bien sûr, nous posons avec le patron de la recherche des questions pour tester la culture financière du candidat, pour voir s'il ne vient pas ici par hasard, s'il est vraiment attiré par la bourse. Parce que le métier d'analyste, il y a une dimension boursière... Et puis surtout ces questions techniques nous permettent de voir l'émotivité, la résistance au stress, s'il s'exprime de façon fluide et convaincante. C'est important d'avoir une force de conviction à l'oral, de ne pas être timide à l'oral. »* [DRH2] ou un responsable de la recherche : *« En entretien, on garde ceux qui nous paraissent avoir un talent de présentation. »* [R4SG]. Ainsi, dans deux grandes structures et une structure moyenne, il est demandé aux candidats de faire une présentation orale d'environ quinze minutes sur un sujet déterminé devant le responsable de la recherche, son adjoint, un analyste et un vendeur. Dans deux autres structures moyennes, les responsables RH nous informent qu'ils pratiquent des tests de personnalité afin de « cerner les timides » ou de « voir les capacités [du candidat] à se mettre en avant ». Les simulations qui concernent aussi bien les candidats juniors que seniors sont relativement récentes (depuis deux ans) et témoignent de la volonté forte des managers d'équipes d'analystes de mettre l'accent non seulement sur les qualités intellectuelles du candidat (*« On cherche quelqu'un qui sait raisonner, qui connaît et sait faire tourner ses modèles »* [R2SG] ; *« Il faut une grande rigueur intellectuelle pour ce métier. C'est d'abord avoir une bonne capacité à disséquer les comptes, un esprit de synthèse»* [R12SM]) mais surtout sur la capacité du futur analyste à vendre ses idées aussi bien en interne auprès des vendeurs qu'à travers ses relations avec les investisseurs. **Cet état d'esprit des personnes en charge du recrutement semble en quelque sorte déteindre sur celui des analystes financiers** qui en réponse à la question « qui recrute-t-on ? » évoquent spontanément en premier ou en second ordre les qualités commerciales et/ou de communication attendues qui semblent être dans leurs esprit des qualités indispensables, voire obligatoires *(« Il faut être vendeur »* [A3JG] *; « Quelqu'un qui sait vendre ses idées »* [A8SG] *; « Il faut être un bon communicateur avec les gestionnaires »* [A29SM] ; *« Il faut avoir des talents de présentation »* [A34JG] etc.). A côté des compétences techniques de modélisation, de traitement de l'information comptable stratégique et financière, les compétences de marketing prennent une place de plus en plus prépondérante. **Pour l'ensemble de la population étudiée qu'il s'agisse de managers d'équipes d'analystes ou des analystes eux-mêmes, on attend d'un « bon analyste » qu'il soit un « bon marketeur ».** Ainsi, 40 analystes interviewés sur 43 (93.02 % de la population totale en intégrant les réponses des managers d'équipes)

évoquent les qualités de marketeur lorsque nous leur demandons « qu'est-ce qu'un bon analyste ? »

La seconde voie plus étroite des processus de recrutement consiste pour le manager d'équipe d'analyste à trouver seul la personne qu'il lui faut soit en interne soit en externe et de faire valider ce choix par le service RH : *« Le patron de la recherche peut venir me dire : voilà, j'ai trouvé telle personne avec qui j'ai travaillé pendant tant d'années et je veux qu'elle vienne travailler avec moi. Faites- lui son contrat de travail. »* souligne ainsi le responsable RH d'une structure moyenne [DRH2]. Pour les analystes juniors, ce recrutement est généralement précédé d'un stage de fin d'études où le jeune est formé par un analyste senior ; ce passage étant souvent l'occasion pour les analystes senior les plus réputés de déléguer aux stagiaires les tâches qualifiées d'ingrates du métier telles que le reporting des comptes d'entreprises, la construction de modèles de valorisation sous tableur et ceci afin de se concentrer sur les activités marketing comme le note cet analyste senior, « star » du secteur hôtellerie d'une grande structure : *« Les juniors purs, on les prend d'abord en stage. Prendre un stagiaire, ça me permet de leur faire rentrer sous excel les inputs comme le compte de résultat, les cash flows, tout ça...de les faire bosser sur nos modèles quoi. Ca laisse du temps pour se concentrer sur la clientèle »* [A16SM]. Cette situation est classique dans la majorité des structures étudiées (trois sur quatre) et semble issue de ce qui se pratique fréquemment dans les entreprises de *brokerage* anglo-saxonnes comme le note ce responsable d'un cabinet de chasseurs de têtes : *« Il est fréquent que le responsable d'un secteur forme les plus juniors comme cela se passe chez les globaux, les anglo-saxons qui sont bien meilleurs en marketing parce qu'ils savent ce qui est important dans le métier... Parce que les meilleurs utilisent les juniors comme des petites mains. »*. S'agissant du recrutement des analystes seniors, les classements faits par les investisseurs et la presse financière sont une aide précieuse pour les recruteurs : *« Un très bon analyste est toujours très bien classé »* note ce chasseur de tête ou bien ce patron de la recherche : *« Les seniors qui glissent vers le haut, les stars du secteur, sont toujours référencés par les investisseurs institutionnels. »* [R4SG].

Dans les deux cas, l'élément fondamental, c'est l'association de la fonction RH aux décisions de recrutements ou de licenciements qui comme nous l'avons analysé plus haut, sont fortement dépendantes du *trend* boursier. Les DRH apparaissent ici comme les relais du sommet stratégique auprès des managers de proximité qui perdent ainsi une grande part de leurs prérogatives en matière de recrutement en cas de conjoncture boursière défavorable :

« On décide si on recrute ou si on recrute pas. Par exemple, en ce moment, et depuis un an, on ne recrute plus. Et donc, ça, c'est la sphère un peu plus stratégique. C'est quand la bourse explosait dans les années 1998, 2001, 2002, que tout allait bien, qu'on se développait énormément, il y avait à ce moment là des pratiques… des incidences… Enfin, on était peu regardant sur la façon de faire dans la mesure où l'essentiel était de pourvoir rapidement aux besoins et les besoins étaient ceux d'une société en expansion » [DRH2] ; *« A partir du moment où la bourse s'effondre, et que la rentabilité des sociétés de gestion en est affectée… Nous, on a réussi à préserver notre rentabilité mais ce n'est pas évident puisque notre rentabilité normalement est assise sur… C'est un pourcentage sur les encours, c'est les commissions sur… Bon, donc, quand la bourse baisse, automatiquement nos commissions baissent. Donc, à partir de ce moment là, qu'est-ce qu'on a fait ? Première chose, on a dit : Stop. Plus de recrutement. »* [DRH1].

Nous achevons maintenant l'analyse des dimensions de l'emploi et de leurs incidences par celle de la gestion des parcours professionnels.

2. *La carrière ou la prégnance de logiques individuelles dans la mobilisation des parcours professionnels*

Sous ce titre, nous tentons d'analyser le processus de gestion des carrières des analystes financiers au niveau organisationnel et individuel. **Le niveau individuel est analysé à la lumière des travaux de Renaud Sainseaulieu** (1977, pp.302-342) **sur l'identité au travail** qui permettent d'une part, de comprendre la façon dont les acteurs construisent leur parcours professionnel et d'autre part, de mettre en évidence l'inégalité d'accès aux carrières.

En effet, suivant cette analyse, seuls les groupes activant des ressources organisationnelles mais aussi extérieures à l'organisation (notamment par l'activation de réseaux) ont des perspectives importantes de mobilité ascendante. La mise en œuvre de « ses forces et compétences dans la relation aux autres » et la volonté de « trouver le pouvoir quotidien d'exercer une influence » (Ibid., p.204) constituent des trames d'explication aux perspectives de mobilité professionnelle. Cet auteur a distingué, à partir de l'observation des relations de travail dans différents ateliers et services administratifs d'entreprises des années 1960-70, quatre types d'identités au travail :

- **L'identité fusionnelle** : elle se traduit par une solidarité entre les collègues de travail et une soumission à l'autorité hiérarchique. Le salarié dispose de faibles marges de manœuvre dans son travail et la gestion de sa carrière. Ce modèle traduit la volonté de l'individu de rompre son isolement en construisant avec ses pairs une identité collective ;
- **L'identité de retrait** : elle est marquée par une très faible implication dans les relations interpersonnelles et manifeste des formes d'insatisfaction ou de démotivation. Pour ces personnes, le travail n'est pas un enjeu et elles trouvent à l'extérieur de l'entreprise d'autres formes de socialisation ;
- **L'identité de négociation ou professionnelle** : elle est caractéristique de salariés dont les compétences et les qualifications sont reconnues qui s'investissent fortement dans leurs missions. La reconnaissance qu'ils obtiennent leur permet d'affirmer une identité individuelle propre (marquée par l'indépendance et l'autonomie) et de s'affranchir de l'autorité hiérarchique en privilégiant la négociation entre pairs;
- **L'identité affinitaire ou séparatiste** : elle se traduit par une sociabilité forte mais très sélective au sein de l'entreprise (relations intenses avec certains collègues et la hiérarchie) qui permet aux individus de développer des réseaux relationnels en vue d'une promotion professionnelle. Cette identité est révélatrice de personnes ambitieuses et soucieuses de leur carrière professionnelle, disposant de capitaux culturels et relationnels leur permettant d'exploiter des opportunités.

Cette typologie de Sainseaulieu inspirée du courant de l'analyse stratégique (Crozier et Friedberg, 1977 p.84 s.) mais le prolongeant est née d'une volonté d'étudier les attitudes au travail des cadres et employés dans les années 1970. Elle souligne les inégalités d'accès aux carrières entre les groupes socioprofessionnels. Seuls quelques groupes professionnels, à savoir les cadres et les agents techniques, ont des perspectives de mobilité ascendante dans les entreprises étudiées. Ils activent des ressources organisationnelles (comme la compétence technique) mais aussi extérieures à l'entreprise, notamment les conditions matérielles et les réseaux relationnels fournis par le milieu social d'origine. Les représentations qu'ont les personnes d'elles-mêmes, de leur travail et de leurs relations aux autres influencent leur carrière, leur trajectoire professionnelle. **Au regard de notre recherche, l'apport de ces travaux sociologiques est de permettre de décrypter les divers processus de construction des carrières par les analystes** dans leurs entreprises et le rôle secondaire joué par les instances RH dans cette construction Ces travaux permettent également d'expliquer comment

les acteurs que nous étudions ont des capacités inégales d'accès aux promotions (notamment financières) et aux mobilités en fonction de leurs positions dans les réseaux de travail et relationnels, internes ou externes à l'organisation.

Ce qui caractérise les analystes financiers, c'est la prépondérance de l'initiative individuelle dans la gestion de leur carrière. L'ensemble des analystes interviewés souligne l'absence d'actions ou d'initiatives de la part de la fonction RH ou de la hiérarchie. Ces deux acteurs sont traditionnellement impliqués dans les politiques de gestion des carrières, entendues selon Thévenet (1992) comme « le système de gestion qui traite de la relation entre personne et organisation dans la durée ». Ainsi, au sein des structures d'analyse financière, l'entretien d'évaluation ne joue aucunement le rôle d'orientation de la carrière. La volonté de gérer les potentiels et de recueillir les désirs éventuels de mobilité sont rarement mis en avant par les managers au cours des entretiens. Face à cette attitude, deux groupes d'analystes émergent. Le premier minoritaire (23 % de l'ensemble des analystes juniors et seniors) critique face à cette abscence de gestion des carrières par la hierarchie, est constitué d'analystes qui se plaignent. Pour eux l'évaluation devrait être l'occasion, de pouvoir manifester, à l'initiative de leur supérieur hiérarchique, leurs souhaits de mobilité : *« On ne m'a jamais rien proposé pour évoluer alors qu'il y a plein de métiers dans la banque d'investissement. »* [A20JM]; *« Tout est fait pour te faire accepter de rester toujours à ton poste »* [A30JG]. Le second et de loin le plus important (77 % de la population) regroupe les analystes financiers qui n'attendent rien de cet entretien en termes d'évolution professionnelle. Ce groupe le conçoit uniquement comme un outil d'attribution du bonus avec toutes les critiques formulées sur l'objectivité de ce processus que nous avons pu analyser précédemment. En outre, **les actions de formation proposées par le responsable de l'analyse financière** (ex. : sur les nouvelles normes comptables, la maîtrise de l'anglais, la communication de groupe...) ne suscitent aucune attente en matière de mobilité. **Beaucoup d'analystes estiment que celles-ci sont conçues dans une optique court-termiste et relèvent d'un « effet d'affichage »** [A19JM] **Elles sont aussi qualifiées de « gadget »** [A20JM]. Enfin, du côté de la fonction RH, on constate l'absence de mise en place d'outils de pilotage de l'évolution professionnelle.

Cette absence de gestion par l'organisation des parcours professionnels **s'explique par l'incertitude pesant sur la pérennité du métier d'analyste financier *sell-side* et le choix opéré par les analystes d'évoluer vers d'autres métiers.** Nous avons pu en effet

souligner dans notre revue de littérature comment la professionnalisation du métier s'était opérée tardivement (Kirchof-Masseron, *op. cit.*). Ce n'est que vers le début des années 1990 que se justifie la nécessité de recourir aux analystes financiers sell-side. Cette reconnaissance du métier est due au développement exponentiel du marché boursier au cours de cette décennie et s'accompagne alors d'une division du travail précise au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel (notamment, la distinction analystes *sell-side* et *buy side* ou encore la division sectorielle des analystes *sell-side*). **La relative jeunesse du métier et son exposition très forte au *trend* boursier entraînent chez les analystes financiers mais également chez les personnes chargées de leur gestion une absence de vision à long terme du métier.** Les analystes financiers qu'ils soient juniors ou seniors ont une représentation pessimiste de leur avenir professionnel au sein de l'analyse financière française et nous avouent ne pas pouvoir être capables de dégager des prévisions sur la pérennité de leur métier qu'ils estiment largement dépendant des fluctuations boursières et du niveau des transactions : *« Je ne sais pas si c'est un métier qu'on peut faire toute sa vie. On peut être remercié du jour au lendemain si les marchés se cassent la gueule. Regardez ce qui s'est passé en 2002 avec l'éclatement de la bulle Internet... »* [A15JG] ; *« C'est un métier extrêmement volatil en termes de cours boursier. Le volume des opérations sur les marchés d'action, c'est une sorte d'épée de Damoclès des licenciements.»* [A7SG]; *« On a une visibilité maximum de deux ou trois ans dans ce métier »* [A5JM]. En outre, le groupe des analystes seniors (75 % des analystes seniors) reste majoritairement dubitatif sur les possibilités de « faire carrière dans l'analyse » du fait des contraintes propres au métier et envisage d'autres possibilités d'évolution : *« En Europe continentale, le métier vieillit, c'est clair, mais les gens essaient de trouver d'autres métiers pour leurs vieux jours compte tenu que c'est un métier assez exigeant. Il faut se lever très tôt, on voyage beaucoup, il faut être un multi-carte. »* [A29SM] ; *« J'ai l'impression que le rêve de tout analyste français, c'est de ne pas rester analyste. Clairement. Parce que, physiquement, ce n'est pas facile de se lever tôt, on fait beaucoup de déplacements etc. Il y a des maisons où vous passez une semaine à faire le tour de l'Europe, une autre aux Etats-Unis, une autre en Asie et on peut imaginer qu'au bout de ces trois semaines, hé ben, on est un peu lessivé. »* [A11SG]. Les DRH rencontrés semblent adhérer à ces représentations car lorsque nous leur demandons s'il existe pour les analystes financiers des outils de gestion des carrières, ils en évoquent l'inutilité face aux incertitudes pesant sur l'avenir du métier d'analyste sell-side: *« Pourquoi faire un plan de remplacement ou une chartre de mobilité par exemple ? On n'a pas assez de recul sur le métier. Je veux dire... Est-ce qu'il y aura encore des analystes dans quelques années ? On n'en sait rien. Regardez tout*

ce qui se passe autour du développement de l'analyse financière indépendante. » [DRH2] ; « *Il y a certaines structures aux Etats-Unis qui ont fusionné les deux métiers analystes et vendeurs. On pourrait envisager la même chose en France.* » [DRH1].

Cette absence de gestion des carrières et de vision prospective résulte donc de la conjonction de trois facteurs propres au métier d'analyste financier : relative jeunesse du métier, pénibilité, corrélation très forte entre gestion de l'emploi et volumes et montant des transactions boursières. **Les incertitudes partagées par les analystes financiers et les personnes chargées de leur gestion sur la capacité des marchés financiers à assurer à ce métier une viabilité sur le long terme constituent l'explication la plus uniformément admise de l'absence de gestion des carrières (38 analystes sur 43 soit 88 % de la population).** Cette perception est renforcée par le fait que les possibilités de mobilité interne au sein de l'analyse financière sont fortement réduites du fait de l'aplatissement des niveaux hiérarchiques. La possibilité de progresser au sein des structures passe en effet par l'accès à deux niveaux supérieurs : responsable de zone ou de secteur puis « patron de la recherche », à savoir responsable du bureau d'analyse financière :

Ces représentations partagées de l'absence de perspective d'évolution professionnelle au sein de l'analyse financière conduisent la très grande majorité de nos répondants (78 % de la population) à vouloir s'orienter vers le métier de gérant ou d'analyste *buy-side* qu'ils considèrent comme l'évolution « naturelle » de leur métier : « *On passe facilement du sell side au buy side. C'est la voie royale pour ce métier.* » [A6SG] **;** « *Ce qu'il y a de plus populaire, c'est de passer de l'autre côté de la barrière et devenir gérant, buy-side* ». [A28JM] ; « *La plupart des gens aiment bien se réorienter là dedans parce que c'est plus diversifié, c'est disons le prolongement un peu naturel. On peut passer analyste buy-side auparavant ou bien passer directement en gestion.* » [A5JM]. La mobilité vers la gestion apparaît en outre comme un moyen de sortir de la pénibilité du métier d'analyste *sell-side* et s'explique pour beaucoup d'analystes seniors et certains analystes juniors comme la volonté de privilégier davantage la sphère privée ou du moins de pouvoir concilier plus facilement vie professionnelle et vie privée : « *Dans le buy-side, c'est carrément fonctionnarisé ! Ils ont de vrais horaires de travail, réguliers quoi. Eux au moins, ils arrivent à voir leurs femmes et leurs enfants.* » [A16SM].

Il n'existerait donc pas d'opportunité de progression en interne et la mobilité externe vers la gestion serait l'unique voie de sortie de l'analyse financière sell-side. La mobilité vers la gestion serait-elle donc l'unique explication à l'existence de taux importants de turn-over décrits par les responsables RH et mentionnés également lors de nos entretiens avec les analystes ? Nous verrons dans la partie qui suit que la mobilité externe concerne également le départ vers d'autres structures d'analyse financière et émane alors d'une infime partie des analystes : les stars de leur secteur.

Cette population a été identifiée grâce à notre analyse des identités au travail qui nous permet non seulement d'analyser les parcours professionnels **mais également de définir comment les analystes financiers vont s'identifier les uns par rapport aux autres dans un contexte professionnel** (ce que Sainseaulieu, *op. cit.* appelle « situation de travail »). C'est là que le salarié « s'efforce d'opérer une synthèse entre les forces internes et les forces externes de son action, entre ce qu'il est pour lui et ce qu'il est pour les autres » (p.319). La situation de travail contribue ainsi à « produire, à faire apprendre une façon de vivre les relations au point de façonner à la longue des mentalités collectives » (Piotet, Sainseaulieu, 1981 p.29). Pour Sainseaulieu, l'analyse de ces « relations interpersonnelles » permet d'identifier des formes d'investissement au travail d'où découleront des normes de comportement (exemples : soumission à la hiérarchie, compétition, négociation, absence d'implication, ...) et l'adoption de valeurs (exemples : respect des règles, solidarité, ...). Ces différentes identités sont analysées ci-après.

4. La différenciation des identités au travail

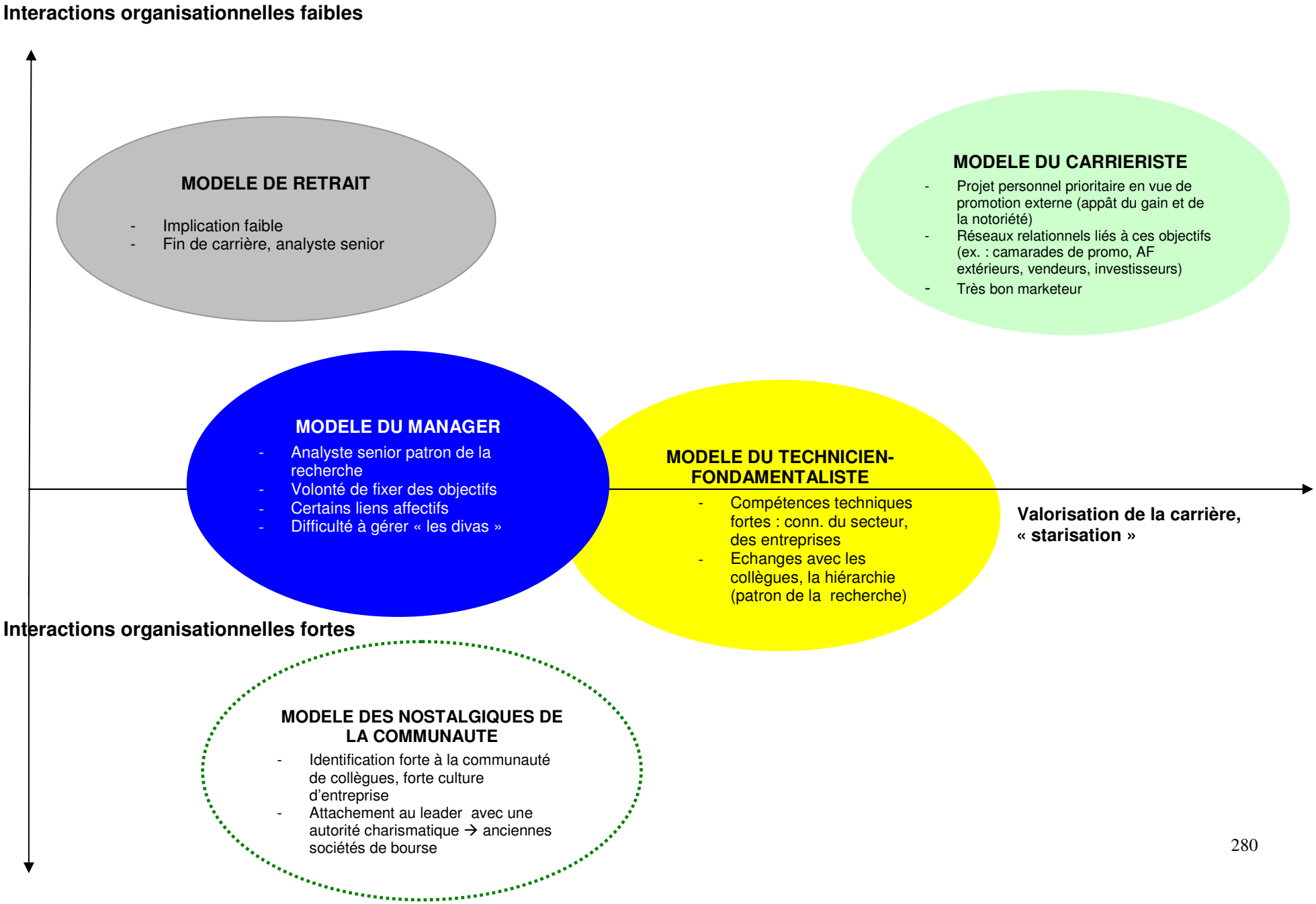
A partir des travaux de Renaud Sainseaulieu sur les identités au travail, nous opérons ici une classification des analystes *sell-side* en « groupes sociaux qui partagent des caractéristiques communes et où apparaissent des logiques identitaires propres » (Francfort *et al.*, 1995, p.224). Il s'agit d'agréger « des indicateurs de comportements, de représentations et de valeurs, dont la combinaison définit un type identitaire au caractère original » (Ibid.) Nous avons identifié cinq types d'identités au travail mobilisées grâce à différentes dimensions afin d'étudier :

- quelles finalités et valeurs les analystes financiers assignent à leur travail ;
- quels sont leurs projets professionnels ;
- quels sont leurs relations avec leurs collègues et leur hiérarchie (ce que Francfort *et al.*, *op. cit.* appellent les « comportements d'ajustement collectif »)

Nous avons tenté de **situer les identités au travail des analystes financiers selon deux axes**. *Le premier* résume leur forme d'implication dans les interactions organisationnelles, en opposant les individualistes/utilitaristes à un pôle, ceux qui privégient la collaboration entre pairs à l'autre pôle. *Le second* distingue les modes d'implication dans le travail d'analyse et oppose les analystes qui privilégient leur propre valeur de marché à ceux qui promeuvent des dimensions intrinséques de leur travail (qualité de l'analyse fondamentale ou qualité de leur management de l'analyse).

Figure 17 : Les modèles d'analystes financiers
Mis en forme à partir d'un schéma d'exemple d'identités au travail établi par Francfort *et al*. (1995, p.223)

Interactions organisationnelles fortes : forte collaboration avec les collègues et la hiérarchie, implications dans les activités collectives
Interactions organisationnelles faibles : relations avec les collègues limitées, retrait par rapport à la vie de l'entreprise



L'axe horizontal résume le rapport au travail et oppose les analystes pour qui la finalité du travail réside prioritairement dans l'augmentation de leur valeur de marché à ceux qui valorisent surtout des dimensions intrinsèques de leur travail. De la réponse à la question « Qu'est-ce qu'une bonne carrière ? » ou « Quel est le rêve d'un anlyste comme vous professionnellement ? », il ressort de la quasi-totalité de nos entretiens avec les analystes juniors ou seniors que l'analyste ayant réussi est celui qui, non seulement est reconnu par la communauté financière en tant qu'expert incontournable de son secteur, mais également celui qui a réussi à faire monnayer cette reconnaissance par une rémunération beaucoup plus conséquente que celle de ses pairs. La « starisation » suppose **un système de représentations de la finalité du travail** spécifique à savoir l'acquisition d'une « valeur de marché » qui entraîne une gestion des carrières exclusivement tournée vers des considérations de rémunération et l'acquisition d'un statut social valorisé en obtenant la reconnaissance de la communauté financière. *Le modèle du carriériste* (de type séparatiste ou affinitaire selon Sainsaulieu), s'oppose donc aux autres pour qui les valeurs assignées au travail sont différentes. Il pourra par exemple s'agir pour les analystes financiers rattachés au *modèle des techniciens*, de développer leur expertise technique en privilégiant leurs activités de recherche ; ou pour les analystes financiers responsables d'équipes sectorielles ou de bureaux de recherche appartenant au *modèle du manager* de développer leurs qualités d'animateur du collectif de travail. Ces deux derniers groupes développent des identités plus professionnelles selon la typologie de Sainsaulieu.

L'axe vertical détermine les degrés d'implication des analystes financiers dans leurs relations avec leurs collègues, la hiérarchie et également, dans une moindre mesure avec les autres salariés de la structure (essentiellement les vendeurs). Il s'agit d'un critère de sociabilité permettant de distinguer des groupes qui développent de manière plus ou moins intense et/ou sélective leurs relations avec leurs collègues et leur hiérarchie. Cet axe résume **les processus d'interactions au travail** comme par exemple la participation aux projets collectifs initiés par le responsable hiérarchique ou encore les échanges cognitifs entre seniors et juniors dans un processus d'apprentissage, entre analystes d'un même secteur ou de secteurs différents. L'analyse de ces « sociabilités collectives » permet d'opposer les groupes qui manifestent « un esprit maison fort », des valeurs prônant les interactions dans leur travail et une certaine forme de solidarité à ceux qui semblent plutôt détachés des **relations interpersonnelles** en privilégiant le travail individuel et la construction de leur parcours

professionnel à l'extérieur de l'entreprise. **Les deux axes opposent ainsi valorisation par le marché et valorisation par les caractéristiques intrinsèques du travail d'analyse financière.** Nous analysons maintenant de façon plus précise les cinq formes d'identités au travail que nous avons distinguées au sein des structures de *brokerage* françaises étudiées.

A) Le modèle de retrait

La population (9 analystes sur 43 soit 21 % de la population) relevant de ce modèle a l'ancienneté la plus forte : entre quinze et vingt ans de travail dans l'analyse financière. Ces analystes seniors ont pu connaître le modèle de la communauté analysé précédemment ou bien ont débuté dans l'analyse financière au début des années 1990 lorsque les sociétés de bourse furent rachetées massivement par les banques. La caractéristique principale de cette population est de considérer de manière négative l'évolution du métier d'analyste financier. Cela s'exprime par le sentiment d'exercer actuellement un métier qui a profondément changé et qui s'est éloigné de leur conception initiale de la valeur de métier : « *Il y a 80 % du métier qui est différent de ce qu'il était par rapport à aujourd'hui. Ce qui est complètement différent aujourd'hui et c'est peut être là qu'est la motivation, c'est que l'analyste est de plus en plus un commercial. Auparavant, et je veux parler de moi, j'étais comme les autres, je travaillais à temps plein. C'était un travail essentiellement de bureau, c'était rencontrer les entreprises et faire une analyse financière, réfléchir un petit peu et écrire. C'était la combinaison, l'association de la réflexion et de l'écriture parce qu'un analyste doit savoir écrire.* ». [A16SM]. Celle-ci s'appuie sur l'impression de s'inscrire dans un champ professionnel particulier caractérisé par la prépondérance des activités d'écriture et de recherche, la mobilisation d'un savoir théorique, la reconnaissance d'une certaine expertise et une large autonomie. Cette population est donc la plus encline à dénoncer la prépondérance des activités marketing dans le métier d'analyste, responsable selon elle d'une dévalorisation du professionnalisme et d'une dénaturation du métier. Ces analystes seniors dénoncent volontiers les nouvelles formes d'organisation du travail telles que la supervision au moyen de CRM ou les objectifs commerciaux de présentation aux vendeurs et clients qu'ils considèrent comme une dérive de leur métier : « *On nous considère comme des technico-commerciaux* » [A16SM] ; « *Les objectifs commerciaux, c'est du court terme, c'est le contraire des principes de l'analyse fondamentale* » [A29SM] ; *« On est devenu un call-center d'analyse financière »* [A33SG]. Pour ces raisons et également face à la lassitude physique, la plupart exprime le

souhait de quitter l'analyse financière mais ne semblent pas avoir d'idée arrêtée sur ce qu'ils pourraient faire par la suite. Leur implication dans les structures se limite à ce qui formellement demandé par la hiérarchie, à savoir la production de standards de publications ou de présentation.

B) Le modèle du manager

Les analystes appartenant à cette population (4 sur 43 soit 9 % de la population totale) sont des analystes seniors chargés de la gestion d'équipes sectorielles ou bien responsables de bureaux qui sont communément appelés « patrons de la recherche ». Après avoir exercé une expérience significative dans l'analyse, entre dix et quinze années suivant les structures, ils se présentent souvent comme des « animateurs d'équipes » ou « chargés de la gestion des équipes d'analystes ».

Leur première mission consiste à recruter les analystes juniors et à procéder à leur intégration au sein de la structure en les formant pendant une durée de six à douze mois ou bien en confiant cette mission à un analyste senior. Il s'agit alors de vérifier que ces juniors intègrent bien les missions dévolues au travail d'analyse financière. Et lorsque ces managers sont interrogés sur ce qu'ils attendent de leur équipe en général et des juniors en particulier, après avoir énoncé la phase amont du travail d'analyse financière (« *C'est un homme ou une femme qui a les compétences d'analyser une entreprise, d'en tirer des conclusions sur la qualité de l'entreprise, d'en tirer des conclusions sur ses perspectives de croissance et financières et à partir de là dans une conclusion sur un investissement boursier.* » [R2SG]), tous insistent tout particulièrement sur les missions commerciales : « *La deuxième partie, parce que l'on est dans une équipe sell-side, c'est de communiquer cette conclusion, c'est de marqueter comme on dit nous, communiquer, marqueter, sous une forme écrite et sous une forme orale en rendez-vous, en présentation, etc. … cette analyse financière* » [R4SG]. Cette population a ainsi des représentations assez tranchées de ce que devrait être un « bon analyste » en estimant que celui-ci doit être avant tout capable de communiquer efficacement avec la clientèle et par conséquent pouvoir générer par la suite des flux de transaction.

Nous constatons ainsi que les analystes managers sont les analystes seniors qui ont pleinement intégré et accepté l'évolution du métier vers des missions commerciales, contrairement à leurs pairs du modèle du retrait. La prise en compte de cette dimension marketing dans la gestion de leurs équipes se fait alors sans états d'âmes et se trouve toujours

justifiée par le financement de l'analyse financière et par le fait que la pérennité du bureau de recherche dépend des relations qu'entretiennent les analystes financiers avec leurs clients : « *L'analyste financier lui-même qui est là pour vendre directement ses idées aux investisseurs. Notre business modèle, c'est ça.* » [R18SM] ; « *Ce monde de l'analyse financière là vit grâce aux ordres que l'on reçoit et donc sur lequel un pourcentage de plus en plus faible correspond à une commission.* » [R2SG]. Dans cette optique, **la mise en œuvre des objectifs commerciaux apparaît selon eux comme une mission fondamentale**. Tous reconnaissent alors le caractère utile des items utilisés lors de l'évaluation semestrielle ou annuelle et qui sont relatifs aux missions commerciales : « *L'investisseur juge en priorité que l'analyste X connaisse très bien son secteur, que c'est un bon fondamentaliste et s'il a un bon sens boursier alors il enlève la partie marketing. Mais de notre côté management, un bon analyste est quelqu'un qui engendre de bons revenus. C'est qu'il est à la source de bons revenus. Et on est obligé de vérifier que les revenus qu'il engrange... qu'il y a derrière des contacts avec l'investisseur, des appels, des fax... tout ça.* » [R12SM] et des morning-meeting quotidiens : « *L'objet du morning meeting est d'apporter de l'information nouvelle, de réaction, de nouveauté, etc. qui sera communiquée via les vendeurs ou directement par les analystes aux clients avec une perspective que ce qu'on va dire leur soit suffisamment intelligent et intéressant et jugé bon pour que le client réagisse face à ça et nous donne des ordres.* » [R4SG].

La très grande majorité des analystes managers poursuivent leur travail d'analyse financière et de marketing en même temps que leurs activités de gestion d'équipes. Cette situation constitue pour eux une source de légitimité très forte dans la gestion de leurs équipes, dans la mesure où ils estiment qu'eux-mêmes n'échappent pas aux « contraintes » fortes des activités commerciales, comme le souligne ce manager exerçant au sein d'un *broker* moyen : « *Je me vois comme un entraîneur d'une équipe de foot mais qui joue avec son équipe. Quand je me fais descendre par les vendeurs parce que mon modèle est pas bien expliqué ou que j'ai un argumentaire bidon, là, je suis dans la même position que mes analystes. Je ne suis pas comme d'autres responsables de la recherche qui ne font pas d'analyse et qui sont déconnectés des réalités de la vente* » [R18SM].

Indépendamment de ces aspects de marketing, dans leurs relations de travail avec les autres analystes, les analystes managers évoquent la proximité intellectuelle très forte qui existe au sein de leurs équipes et qui constitue pour eux une source importante de motivation : « *On échange assez souvent sur nos modèles.* » [R4SG]; « *Les analystes raisonnent sur des*

mêmes choses lorsqu'il s'agit d'analyse financière, de rentabilité ou de bilan. 80 % des méthodes sont les mêmes d'un analyste à l'autre. C'est important d'échanger là-dessus, ça crée l'intérêt du métier et la motivation, c'est sans doute un métier plus riche que d'autres. C'est un métier qui communique plus que d'autres ... C'est la combinaison, l'association, la réflexion. » [R2SG]

Cette proximité intellectuelle se traduit concrètement par la relecture des travaux de recherche des autres analystes, par des échanges concernant les modèles de valorisation ou des façons générales de faire et par la volonté de faire profiter les plus jeunes de leur expérience. De la même façon, la participation des analystes à des processus transversaux (analyses inter-sectorielles, formations sur les nouvelles normes comptables, participation de plusieurs équipes à l'analyse ISR...) se situe dans cette optique de collaboration intellectuelle et participe à une forme de sociabilité au sein du bureau. Les analystes managers rencontrés nous décrivent ces relations avec les autres analystes comme dénuées de toute soumission hiérarchique. Ils perçoivent en effet ce rôle comme « une aide », « une collaboration », « un soutien », sans obligation dans la mesure où les managers semblent attachés à l'indépendance d'écriture de leurs collaborateurs qui constitue selon eux un principe fort de leur métier : « *J'ai une responsabilité managériale, je chapeaute les juniors, je leur donne des conseils d'écriture ou sur leurs méthodes de valo*[169] *mais ce n'est pas moi qui vais écrire l'étude à la place de mon junior parce que l'analyste, quel qu'il soit, reste indépendant* » [R4SG]; « *Personne et pas même moi, le patron de la recherche, ne peut imposer aux analystes de changer leur recommandation.* » [R18SM]. Enfin, quand on leur demande les contraintes de leurs activités au quotidien, ces managers évoquent tous la difficulté à gérer les analystes star de leur bureau : « *Les analystes star sont des personnages assez difficiles à gérer, qui se prennent souvent pour des divas et qui désirent être le meilleur dans leurs secteurs. Ils ont des égos très développés et la compétition est devenue très importante.* » [R4SG]. **Les difficultés rencontrées s'interprètent selon nous comme un conflit de légitimité** dans la mesure où les managers semblent impuissants à imposer leurs points de vue face à des analystes qui tirent une certaine forme de pouvoir de leur reconnaissance par le marché. Pour les managers, il s'agit avant tout de la détention par ces analystes d'un fort pouvoir de négociation lors de l'attribution des bonus : « *On est dans un star système. Complètement. A partir du moment où il y a des classements donc il y a le meilleur, y a le deuxième et le troisième. Et donc le meilleur je dirais que c'est le premier. Chaque équipe rêve d'avoir le plus de stars. Parce que*

[169] valorisation

celle qui a le plus de stars va être vue comme la meilleure et donc qui va engranger le plus de revenus. Mais pour avoir le maximum de stars il faut avoir le maximum d'argent car les stars coûtent cher. On n'est pas des footballeurs mais on est dans cette approche là. Le star système, c'est mon analyste qui va me dire : tu vas me payer plus ou je passe dans tel ou tel établissement. » [R2SG]. Nous analyserons plus loin le comportement au travail et les stratégies développées par ces analystes star dans la configuration qui les regroupe.

C) Le modèle du technicien-fondamentaliste

Les analystes de cette catégorie (19 sur 43 soit 44 % de la population) qu'ils soient juniors ou seniors, manifestent tous une grande satisfaction pour les activités de recherche de leur métier. Ils se définissent avant tout comme des « experts » de leurs secteurs, des « chercheurs » ou encore des « fondamentalistes ». La finalité première que ces analystes assignent à leur travail est la mobilisation de leurs compétences techniques qui constitue, selon eux, la source première de leur motivation: « *C'est un métier où il faut avoir de très bonnes capacités de synthèse, une bonne connaissance du secteur et des capacités de modélisation financière. Quand on arrive à maîtriser tout ça, c'est assez gratifiant !* » [A6SG] ; « *Quand tu as réussi grâce à tes modèles, ta rencontre avec le management et toutes tes recherches super-fouillées... quand tu réussis à anticiper quelque chose, une OPA par exemple et que ça finit par arriver, ça, c'est des moments forts.* » [A11SG]. C'est cette maîtrise des compétences techniques qui leur permet de devenir un « bon analyste sectoriel », une « référence » ou un « expert » de leur secteur.

Si cette catégorie ne semble pas insensible au développement des activités commerciales (« *Il y a des impératifs de plus en plus d'avoir un côté commercial* » [A25JM]), elle considère cet aspect comme secondaire par rapport à ce qui est attendu d'un analyste financier. En ce qui concerne leur mode de valorisation du métier de l'analyse, on constate ainsi que les techniciens-fondamentalistes privilégient l'expertise sans s'insurger contre les contraintes commerciales. Les analystes financiers fondamentalistes estiment que c'est grâce à leurs capacités de réflexion, de rédaction et leur sens boursier qu'ils peuvent être reconnus par le marché. Ils envisagent leur carrière comme un moyen de développer **leurs compétences techniques et d'obtenir une forme de satisfaction intellectuelle croissante**. Ainsi, l'attrait pour la mobilité externe (dans d'autres structures d'analyse financière ou dans

les métiers de la gestion d'actifs) se justifie toujours à l'aune de ce double objectif. Cette représentation de l'évolution professionnelle privilégiant la recherche de la satisfaction intellectuelle au travail s'éloigne de celle présentée par les analystes « star » du modèle du carriériste que nous analyserons plus loin. Examinons avant cela les modalités d'interactions au travail des analystes fondamentalistes.

Celles-ci prennent principalement deux voies : la participation marquée aux processus collectifs et les échanges avec leurs pairs. Les processus collectifs prennent la voie d'activités intersectorielles, c'est-à-dire d'échanges entre analystes couvrant des secteurs d'activités différents, sur des problématiques communes : l'introduction des nouvelles normes comptables, les attentes de la gestion en matière d'investissement socialement responsable, l'amélioration des présentations commerciales etc. Les analystes de ce modèle déclarent en grande majorité que ces activités communes chapeautées par le responsable du bureau ont une certaine utilité dans la mesure où elles leur permettent de procéder à des échanges intellectuels entre collègues : « *On a rarement l'occasion de lire les rapports des autres, comment ils se débrouillent pour valoriser leurs boites. Avec ces réunions, on peut comme ça avoir des idées, des pistes auxquelles on n'avait pas pensé parce qu'on se disait a priori : ouais, la pharma ou la distrib, ça n'a rien à voir avec mon secteur.* » [A11SG] ou de contribuer à l'amélioration de la relation avec les investisseurs : « *Je pense que les briefings sur les relations clients, ce n'est pas uniquement du vent… Je veux dire… Tu apprends plein de trucs que la vente ne nous remonte pas forcément. Parce qu'ils sont comme nous les vendeurs, ils n'ont pas le temps de se poser cinq minutes et dire : voilà, sur la période, ce qui va, ce qui va pas, quels trucs ont apprécié les clients, qu'est-ce qu'ils veulent de plus… Donc, le patron du bureau est là pour synthétiser tout ça dans les réunions.*» [A6SG]. Les échanges avec les collègues ne prennent pas uniquement la voie de ces processus établis et initiés par le responsable de la recherche. Ils s'établissent également grâce aux échanges informels par exemple lors de l'arrivée d'un stagiaire ou d'un junior (« *J'aime bien donner un coup de main de temps en temps aux petits jeunes qui débarquent.* » [A8SG] ; « *Ca ne me dérange pas d'aider un junior, de voir s'il s'est pas trompé sur ses tableaux XCEL ou ses free cash flows.* » [A33SG]) ou bien quotidiennement lors de la rédaction des rapports avec les collègues suivant le même secteur *(« … est dans le bureau juste à coté, donc, quand je coince sur une phrase ou une formule, je vais le voir.* » [A30JG]).

D) Le modèle du carriériste

Il s'agit ici d'analystes « star » de leurs secteurs (6 sur 43 soit 14 % de la population), à savoir des analystes financiers qui sont les mieux évalués par la communauté financière en étant régulièrement primés par les classements de la presse financière. Cette évaluation externe des meilleurs analystes financiers par les investisseurs est récente en France et date de 1993. Elle est effectuée par le magazine financier AGEFI qui à partir d'un panel de gérants (environ 1 000 sociétés de gestion réparties dans le monde entier) va distinguer parmi 26 secteurs d'activité un lauréat pour chaque secteur suivi par les analystes financiers[170]. Les Grands Prix de l'Analyse Financière de l'AGEFI distinguent ainsi cinq critères de jugement : la pertinence du conseil, le meilleur suivi des valeurs, la créativité, l'impact sur le marché et la lisibilité des études. Grâce à ces classements externes produits par les clients investisseurs mais également grâce à l'évaluation opérée par les vendeurs, ces analystes bénéficient en externe non seulement d'une notoriété sur le marché mais également en interne d'une rémunération supérieure à leurs collègues. Pour figurer dans le haut de cette double évaluation externe et interne, nous constatons que l'analyste « star » est celui qui est capable de mobiliser ses capacités de marketing. En externe, il doit se faire connaître des clients investisseurs qui sont sollicités pour ces sondages. Ce travail de communication lui permet d'obtenir une visibilité auprès de ces derniers, comme l'illustre les propos d'un analyste junior qui affirme : « *Plus on inonde le client, plus on sera visible.* » [A17JM] ou un senior qui justifie la prépondérance qu'il accorde aux activités commerciales par le « *principe : si vous êtes bon et inconnu, ça sert à rien*. » [A1JG].

L'analyste star est ainsi celui qui mobilise le plus ses capacités à « marketer » ses rapports et recommandations grâce à des contacts réguliers et récurrents auprès de sa clientèle. En interne, la notation opérée par les vendeurs, qui comme nous l'avons vu, constitue une modalité importante de l'évaluation semestrielle ou annuelle, conduit ces analystes star à privilégier la phase aval du métier à savoir le marketing intensif. Nous avions pu en effet relever dans l'analyse des modes de communication interne la contrainte forte

[170] Les 26 secteurs considérés sont : Aéronautique et défense, Automobiles et équipementiers, Banques et autres institutions financières, Boissons, Biens d'équipement, Chimie, Bâtiment et matériaux de construction, Agroalimentaire, Cosmétique et hygiène, Assurance, Loisirs et hôtels, Luxe, Médias, Acier, matériaux et minerais, Gaz et pétrole, Pharmacie et biotechnologies, Immobilier, Distribution alimentaire.

exercée par les vendeurs vis-à-vis des analystes financiers, les poussant à s'adapter à leurs schémas de pensée en adoptant par exemple une présentation « simple » de leurs idées et recommandations lors des *morning-meetings*. Pour les analystes stars, « nourrir les vendeurs » constitue une priorité essentielle. D'une part, car ils savent que la vente est l'interface obligée entre eux et le marché qui leur permettra de développer leur visibilité auprès de celui-ci : *« Notre premier interlocuteur, c'est le vendeur. S'il n'est pas convaincu par l'argumentaire de l'analyste, il ne va pas en parler à ses clients. Au contraire, si lui-même est convaincu, il va diffuser cette idée auprès des clients investisseurs »* [A9SG]. D'autre part, car ils ont compris que ce qui est vraiment privilégié dans l'évaluation interne, c'est la phase aval du travail d'analyse financière et que dans cette évaluation faite par la hiérarchie, l'avis des vendeurs est primordial : *« Le responsable du bureau mesure la qualité des analyses et de la recommandation, des commissions générées etc. et là, il va voir les vendeurs et leur demande leur avis. »* [A22JG]. La reconnaissance par la vente de leurs qualités commerciales et leur capacité à engranger des revenus pour leur structure constitue ainsi la seconde caractéristique de la population du modèle du carriériste. Cette double reconnaissance par les clients et les vendeurs va permettre aux analystes de cette catégorie de percevoir la plus grosse partie de l'enveloppe de rémunération variable et de bénéficier d'un effet de réputation.

Pour cette catégorie d'analystes, leur projet professionnel va se matérialiser par l'acquisition et le développement d'une « valeur de marché » qui leur permet de cumuler hauts revenus et notoriété. Ce double objectif est ce qui guide leur carrière et nous constatons que pour parvenir à ce résultat, ces analystes n'hésitent pas à changer de structure en mobilisant leurs réseaux professionnels ou personnels : « *Et sinon sur la carrière, c'est essentiellement chacun qui se la fait par ses contacts par les sociétés qu'il rencontre et puis surtout par un carnet d'adresse qui est très pondérant dans cette profession.* » [A14JG] **;** « *Les objectifs professionnels ? On essaie d'augmenter sa part de marché. C'est ce que je disais tout à l'heure, en filigrane, il faut se faire connaître. Et ça ne se fait pas tout seul. Il y a le nom de la maison, il y a les vendeurs, le primaire, et puis évidemment, il y a soi-même, ses contacts et sa production.* » [A26SM]. La recherche de la progression salariale constitue une variable explicative forte des souhaits de mobilité externe de cette catégorie d'analystes et s'accompagne de représentations négatives des possibilités de mobilité interne. Les analystes considèrent en effet les responsabilités managériales comme peu attirantes, voire inutiles.

Ces représentations négatives sur les possibilités de mobilité interne ne sont, selon nous, que la traduction d'**une hostilité marquée pour toute forme de collaboration et d'échanges au sein de la structure** qui n'aurait pas pour effet de renforcer leur « valeur de marché ». Cette vision très individualiste de leur travail constitue une source de conflit latent entre cette catégorie et les personnes en charge de leur gestion, comme nous l'ont souligné précédemment les managers d'équipes d'analystes. Ces derniers nous révèlent en effet qu'ils éprouvent des difficultés à « gérer les égos », « gérer les divas » dans deux situations : lors des procédures d'évaluation semestrielle ou annuelle ou lorsqu'ils demandent aux stars de participer à des *process* communs à toute l'équipe. Lors de l'évaluation, les managers insistent sur le fort pouvoir de négociation dont disposent leur(s) star(s). S'agissant de la contribution de ces analystes à « l'esprit maison », « les actions collectives », « le développement des synergies » etc. les managers nous avouent qu'elle est quasi nulle sans qu'ils puissent y remédier dans la crainte de voir partir ces meilleurs éléments du bureau.

E) Le modèle des nostalgiques de la communauté

Il est constitué d'analystes seniors se considèrant comme des pionniers de l'analyse financière en France. Ces analystes décrivent de façon idéalisée le mode de fonctionnement des anciennes sociétés de bourse françaises ou cabinets d'analyse financière indépendants avant leur rachat par les banques au début des années 1990. Cette identité au travail reste mise en avant par certains analystes seniors qui ont participé à la création et au développement de ces sociétés comme modèle « idéal ». Les discours de ces analystes nostalgiques révèlent une motivation très forte à travailler en équipe dans des structures relativement petites avec un maximum dix analystes financiers chapeautés par un responsable de bureau : *« C'était à taille humaine. Tout le monde se connaissait. »* [A24SM]. L'attachement à l'entreprise s'illustre par le récit de la fondation de ces structures identifiées à un fondateur charismatique et visionnaire : *« C'est un cabinet indépendant qui avait été fondé par M. Detroyat qui malheureusement est mort un peu tragiquement au début des années 90. S'il avait survécu, il aurait fait de Detroyat quelque chose, un peu à l'américaine, il aurait bouleversé le paysage de l'analyse financière. »* [A24SM] ; *« Dufour-Querverne, c'était quelque chose. Ces agents de change étaient partis de rien et ils avaient réussi à dominer la place parisienne. »* [A27SM]. Ce qui caractérisait ces structures, c'était la prégnance de valeurs de solidarité : *« Les sociétés de bourse, ce sont des familles. De vraies familles avec des gens qui se*

connaissaient depuis longtemps et qui étaient capables de se soutenir, de s'entraider mutuellement » [A18SG]. La solidarité se manifestait à travers des relations interpersonnelles très fortes entre analystes qui se définissaient plutôt comme des « copains » ou « camarades ». La recherche et la satisfaction au travail par une collaboration intellectuelle très forte était alors un objectif fondamental : *« On faisait ça parce qu'au début, on se disait que ça avait l'air sympa, la finance, on se creusait la cervelle »* [A18SG]. Ces analystes sont persuadés d'avoir véritablement contribué à la création et au développement des techniques d'analyse financière et regrettent volontiers que le métier ait pris une tournure commerciale qui n'existait pas à l'origine. La disparition de cette communauté est souvent regrettée et se traduit en des termes affectifs montrant l'intensité des relations qui dominait à cette époque. Les analystes « rescapés » de cette période et qui travaillent actuellement au sein des structures bancaires semblent ne pas être clairement catégorisables dans le sens où l'analyse de leurs discours idéalisé montre à la fois une hostilité vis-à-vis des nouvelles configurations d'emploi de leur société et de l'ensemble des structures en général (ce qui les rapprocheraient du modèle du retrait), mais également une volonté de guider leurs comportements au travail par des valeurs qui avaient présidé à la création des sociétés de bourse à savoir : le professionnalisme (ce qui feraient d'eux des analytses « techniciens-fondamentalistes »), l'esprit d'équipe et de solidarité qui existaient auparavant (ce qui les rapprocheraient des valeurs propres au modèle du manager).

En tenant compte de cette typologie mais également des modalités de gestion identifiées précédemment, il nous faut à présent synthétiser les différents résultats de notre démarche empirique.

5. Synthèse et interprétation des résultats

Nous avons pu reconstituer les modes de gestion en vigueur au sein des entreprises françaises de *brokerage*. Ces modes de gestion semblent présenter les mêmes caractéristiques et ceci quelle que soit la taille des structures. Ils influencent de façon plus ou moins marquée les pratiques de travail des analystes financiers, leurs représentations et leurs productions.

Tout d'abord, ces modes de gestion s'inscrivent dans un contexte concurrentiel où dominent les filiales de groupes bancaires multi-capacitaires soumises, dans leurs activités de réception et transmission d'ordres pour le compte d'investisseurs, aux fluctuations du marché boursier. Nous avons pu ainsi relever que dans une situation de marché baissier, comme durant la période 2000-2002, la baisse des commissions de courtage affecte sensiblement la rentabilité de ces structures qui se voient contraintes de procéder à des restructurations. Celles-ci ont pris la forme de plans de départs volontaires ou de licenciements d'analystes financiers, marquant ainsi la rupture d'un compromis social établi lors de la création des firmes de *brokerage* et qui avait duré dix ans. Ce compromis se traduisait par un flux de recrutements constant, une relative stabilité professionnelle et une augmentation sensible des rémunérations durant la période considérée. Pour les analystes seniors, la gestion des restructurations constitue la traduction visible d'une transformation radicale du métier qui était présidé autrefois par des valeurs fortes telles que l'esprit d'équipe, la solidarité, la prégnance de la recherche sur les activités commerciales. Cette catégorie d'acteurs fait alors preuve d'une forme d'hostilité plus ou marquée vis-à-vis d'une institution de *brokerage* que nombre d'entre eux ont pourtant contribué à créer et développer. Les licenciements consécutifs au retournement brutal des marchés financiers vont entraîner chez les analystes financiers mais également chez les personnes chargées de leur gestion une absence de vision à long terme de leur métier. Les analystes financiers qu'ils soient juniors ou seniors ont ainsi une représentation pessimiste de leur avenir professionnel au sein de l'analyse financière française. Ils se sentent incapables d'évaluer la pérennité de leur métier qu'ils estiment largement dépendant des fluctuations boursières et du niveau des transactions. Les incertitudes partagées par les acteurs de l'analyse financière (analystes, managers, responsables RH) sur la capacité des marchés financiers à assurer à ce métier une viabilité sur le long terme constituent l'explication la plus plausible à l'absence de gestion des carrières.

Cette hypothèse est renforcée par la volonté exprimée par la majorité des analystes financiers de poursuivre leur carrière professionnelle vers la gestion, activité de l'industrie de l'investissement institutionnel moins sensible au *trend* boursier. Ces stratégies d'anticipation sont particulièrement marquées chez les analystes juniors qui doutent, plus que les autres, des capacités des structures de courtage à leur assurer un emploi pérenne. Par conséquent, ils intègrent cette situation dans la représentation de leur parcours professionnel en formant des stratégies de constitution de réseaux afin de préparer leur départ éventuel de l'entreprise.

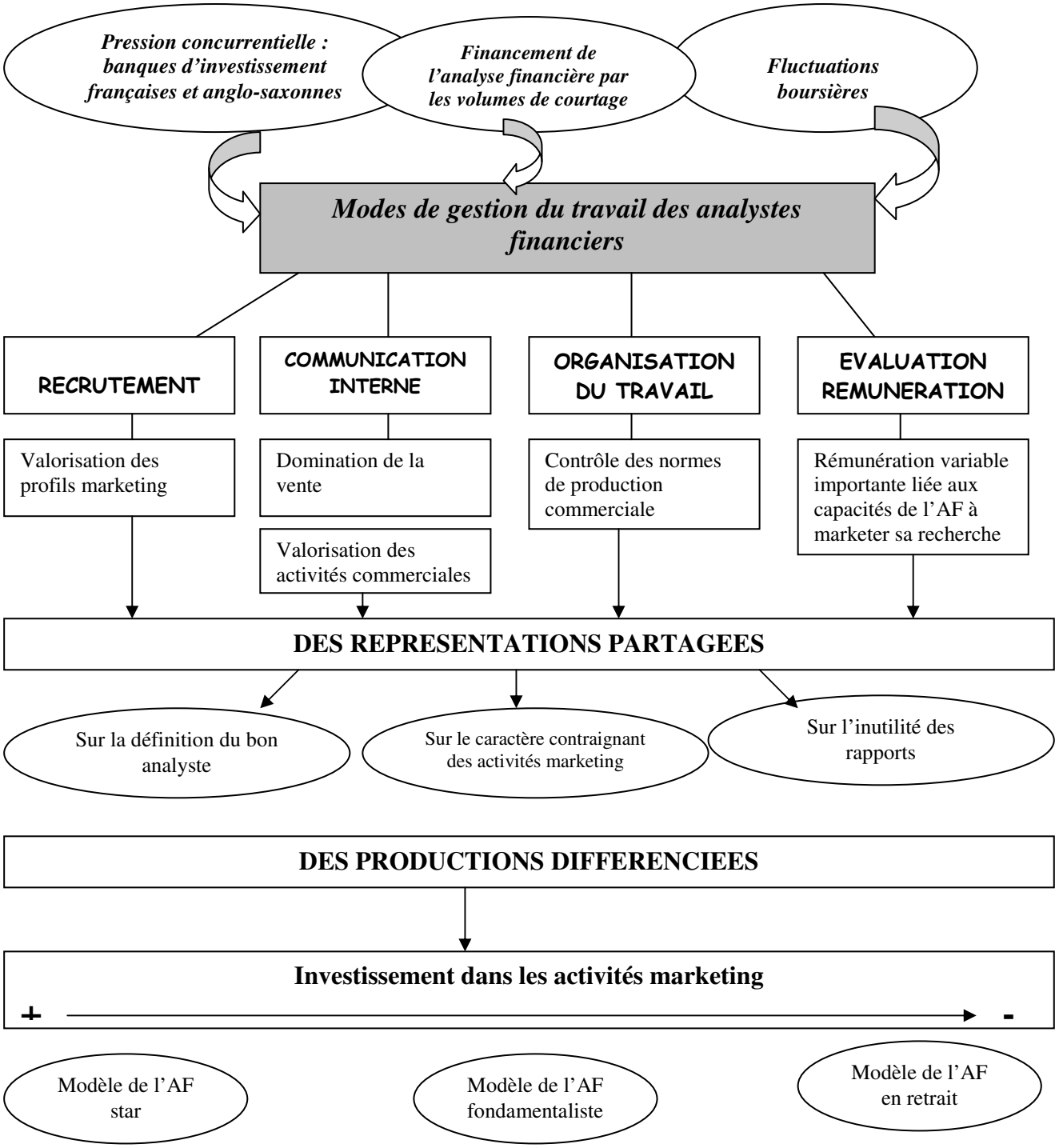
Ensuite, les modes de gestion des analystes financiers s'inscrivent dans le cadre d'une configuration structurelle prenant la forme d'une bureaucratie professionnelle au sens de Mintzberg (1982). Cette configuration se traduit par un relatif cloisonnement entre les différentes activités qui permet de laisser aux salariés l'autonomie dont ils besoin. Les analystes financiers qui forment la grande majorité du centre opérationnel, s'ils disposent (grâce à la possession de compétences issues des normes professionnelles) d'une certaine autonomie dans leurs activités de recherche, voient cependant les activités aval de leur métier fortement organisées. Ces activités qui concernent les contacts entre les analystes et leur clientèle interne (les vendeurs) et externe (les gestionnaires de fonds) représentent suivant les structures entre un tiers et la moitié de leur temps de travail. Elles sont contrôlées par la hiérarchie au moyen de logiciels de CRM et la constitution de normes de productions commerciales et de résultats à atteindre dans ce domaine. **Cette standardisation des procédés de travail et la fixation d'objectifs d'ordre commercial conduisent à une réduction de la latitude laissée aux analystes dans le contrôle de leur propre travail. Elles constituent, selon nous, une réponse des structures aux changements intervenus dans l'analyse financière.** En effet, dès lors que la rentabilité et la pérennité des structures d'analyse financière se trouvent assises sur le volume des courtages, la conception initiale des missions de l'analyse financière (produire de la recherche) a été estompée au profit des missions commerciales, seules capables de générer des flux de transaction et donc des revenus pour les structures. Si l'immense majorité des analystes souligne l'importance croissante prise par ces modalités de coordination, celles-ci sont appréciées de façon diverse par les catégories d'analystes financiers que nous avons identifiées. Si les analystes seniors sont les plus enclins à dénoncer cette évolution du métier conduisant à une perte d'autonomie, les juniors semblent s'en accommoder.

Ces mécanismes de supervision et de contrôle s'inscrivent dans **un cadre global de valorisation par les structures des activités de marketing lorsqu'elles conçoivent leurs politiques de communication interne, de recrutement ou d'évaluation.** La structuration par la hiérarchie de l'activité des analystes financiers s'effectue autour d'objectifs commerciaux qui sont mis en valeur par les différents modes de gestion. Ainsi, nous avons pu relever que la politique de communication interne a pour objectif de valoriser l'investissement des analystes financiers dans les tâches commerciales. Cette communication interne est en outre dominée par les pressions quotidiennes exercées par la vente pour pousser les analystes financiers à adopter vis-à-vis d'elle un comportement réactif, des recommandations suffisamment claires et originales pour pouvoir « capter » l'attention des investisseurs et générer des flux de courtage. Les modes de recrutement privilégient clairement les profils d'analystes ayant des talents de communication et de marketing. Enfin et surtout, nous avons pu souligner tant dans la phase exploratoire, que dans la phase intensive de notre recherche, combien l'évaluation interne accompagne et favorise l'évolution du métier d'analyste désormais centré et valorisé sur la phase aval de l'activité, le marketing de la recherche. **Ces modes de gestion conduisent alors les analystes financiers à adopter une définition commune du « bon analyste ».** Nous constatons en effet que la majorité des analystes interrogés, qu'ils soient juniors ou seniors, estiment qu'un bon analyste est celui qui, avant tout, est capable de valoriser sa recherche, qui a des talents de présentation, qui est un bon marketeur etc.

Ces modes de gestion conduisent également les analystes juniors et seniors à des représentations de cette valorisation du marketing comme contrainte. L'échantillon souligne l'influence forte des activités marketing sur la gestion de son temps de travail, sur les relations entre la hiérarchie et les vendeurs ou encore sur la fatigue nerveuse ou physique. **Enfin, ces modes de gestion provoquent des représentations pessimistes sur l'utilité d'une production de rapports d'évaluation longs et fouillés.** Cette vision de l'activité exercée les conduit à adopter des formes d'action qui privilégient, de façon plus ou moins nette, la valorisation de leurs activités de recherche auprès de la clientèle. Nous utilisions le terme « plus ou moins nette » pour souligner que **ces représentations communes n'entraînent pas des comportements identiques au travail.** Si l'ensemble de la population semble unanime pour souligner la valorisation par la hiérarchie, les vendeurs et le marché des activités commerciales, la catégorisation des modèles d'analystes financiers nous a permis de constater des attitudes différentes allant de l'investissement le plus complet dans ces activités

à un retrait plus ou moins marqué dans celles-ci. Ainsi, l'analyste star est celui qui a le mieux intégré la dimension commerciale du métier qui constitue pour lui une opportunité très forte de valorisation personnelle (la reconnaissance par le marché) et financière (l'attribution de la plus grande partie de la rémunération variable). Si les analystes fondamentalistes n'occultent pas forcément la dimension, ils privilégient par contre clairement la recherche d'une satisfaction intellectuelle dans leurs comportements au travail, et affichent la volonté de produire une recherche de qualité. A l'opposé du modèle de l'analyste star, les analystes du modèle de la communauté et du retrait n'acceptent pas cette évolution du métier et gardent des représentations traditionnelles du métier d'analyste, telles qu'elles existaient à l'origine de la création des bureaux d'analyse financière. Ceci les conduit à un désinvestissement total (analystes du modèle de la communauté qui ont quitté la profession) ou plus ou moins net (analystes du modèle de retrait). **Nous constatons ainsi, à travers la différenciation opérée entre modèles d'analystes et de façon générale entre analystes juniors et seniors, des intensités d'investissement plus ou moins marquées entre activités aval et activités amont du travail d'analyse financière.** Ces modalités qui trouvent leur origine dans les modes de gestion appliqués aux analystes financiers peuvent être schématisées comme suit :

Figure 18 : Le lien modes de gestion – représentations – productions des analystes financiers



Conclusion générale

Le principal apport de notre recherche, au travers de la revue de littérature comme de la recherche empirique que nous avons menées, est à notre avis de souligner (et parfois d'identifier) le lien entre des évolutions macro-économiques, la construction et l'expansion d'une industrie de l'investissement institutionnel en France, celle des stratégies et des configurations des filiales de brokerage qui abritent les analystes financiers, celles des modes de gestion de ces analystes et enfin celles des représentations et des pratiques professionnelles de ces acteurs. Nous avons adopté au service de cette recherche, centrée sur la gestion des ressources humaines contextualisée, une approche interdisciplinaire, puisant nos informations dans des travaux économiques, juridiques, sociologiques et gestionnaires et utilisant un cadre de références contextualiste qui permet de mobiliser l'ensemble de ces disciplines. Revue de littérature, analyse documentaire, entretiens avec les gestionnaires de fonds, les analystes et ceux qui les gèrent, nous ont permis de compléter les connaissances sur la gestion des analystes et ses conséquences sur leurs productions.

Notre travail doctoral s'achève alors que les analystes mais aussi les marchés financiers et l'économie mondiale traversent une période difficile. Aussi sommes-nous aujourd'hui largement sollicités par les experts que nous avons rencontrés au cours de notre étude pour leur apporter notre éclairage sur les dysfonctionnements de l'analyse. Ils s'intéressent beaucoup plus aujourd'hui aux effets pervers des modes de gestion de l'analyse financière et leur foi dans une efficience des marchés, qui excluait tout intérêt pour le type d'analyse que nous avons mené, s'est estompée.

Cela nous permettra dans cette conclusion, après avoir synthétisé les principaux apports de notre recherche **(1)**, après une brève analyse, s'inscrivant dans le cadre théorique que nous avons mobilisé de la crise **(2)**, de montrer en quoi notre recherche intéresse aujourd'hui les professionnels de la finance, moins par ses préconisations que par les points de repères qu'elle leur fournit **(3)**. Nous achèverons en soulignant les limites que nous n'avons pas pu dépasser au cours de ce travail doctoral et qui constituent pour nous de nouvelles pistes de recherche **(4)**.

1. Synthèse des principaux apports de notre recherche

Nous avons choisi **une approche globale** basée sur un cadre théorique interdisciplinaire afin d'analyser la construction du contexte à la fois macro-économique et organisationnel de l'analyse financière ainsi que les stratégies, les représentations et les pratiques des analystes financiers.

D'un point de vue macro-économique et organisationnel, nous avons pu souligner d'abord la montée en puissance de l'industrie de l'investissement institutionnel en France depuis les années 1990 et identifier la manière dont s'y inscrit le métier d'analyste financier. Dans cette optique, nous avons d'abord montré comment le travail de l'analyste s'inscrivait au sein d'une industrie de l'investissement institutionnel en expansion. Nous avons pu ainsi constater que l'analyste financier, dont le métier se structure dans cette industrie, constituait l'un des vecteurs de diffusion de la théorie de l'efficience des marchés, caractérisée par le primat de la valeur actionnariale, de nouveaux modes de gouvernance et des évolutions stratégiques des sociétés cotées. Nous avons aussi analysé le champ des organisations de l'industrie de l'investissement institutionnel. Les acteurs rencontrés, dans la cadre de notre démarche empirique, nous ont permis de compléter les informations (principalement juridiques) que nous avions préalablement recueillies au travers d'une revue de littérature sur ce sujet. Nous avons pu ainsi observer que, dans un processus d'isomorphisme organisationnel influencé par des dimensions coercitives et normatives très prégnantes, les structures françaises d'analyse financière qui se développent dans les années 1990, ont adopté une organisation du travail calquée sur celles des sociétés de gestion anglo-saxonnes. Ce mimétisme s'est traduit par un bouleversement des configurations stratégiques et organisationnelles précédentes dans lesquelles s'inscrivent les modes de gestion des analystes en France. Nous avons pu ainsi repérer comment ces modes de gestion étaient très fortement dépendants des évolutions des marchés financiers. Face à des marchés haussiers (comme par exemple durant la période 1995-2000), les entreprises adoptent des stratégies de diversification à l'échelle internationale, embauchent massivement et conçoivent des politiques de rémunération dynamiques. Des marchés en hausse continue entraînent mécaniquement des commissions sur les volumes de courtage de plus en plus élevées ; commissions répercutées sur les rémunérations variables des analystes. A l'inverse, la baisse sensible des volumes de transactions (2001-2004) entraîne une redéfinition des stratégies dans

un sens moins ambitieux (stratégie de niche ou de focalisation) et des plans de gestion des sureffectifs.

Notre recherche a ainsi pu relier **les dimensions financières** (évolutions des marchés financiers) **et organisationnelles** (évolution des stratégies et des configurations organisationnelles) en approfondissant cette analyse par une approche historique centrée sur l'évolution des modes de gestion des entreprises françaises de courtage. Celles-ci ont connu la juxtaposition dans les années 1970 et 1980 de deux modèles en vigueur dans les banques et les charges d'agents de change (collectif négocié et de gestion corporatiste) pour adopter dans les années 1990 un modèle de gestion que nous avons pu qualifier d'anglo-saxon.

Nous avons ainsi constaté **une uniformisation des modes de gestion dans les structures françaises d'analyse financière**. Les analystes financiers français sont soumis à des modes de gestion du travail qui privilégient clairement les dimensions marketing du métier, qu'il s'agisse des modalités d'organisation de leur travail ou des pratiques de recrutement, de communication interne ou d'évaluation et de rémunération. Cette situation aboutit à des représentations partagées sur la définition d'un bon analyste et sur la relative inutilité du processus amont d'analyse financière, à savoir l'élaboration d'une recherche riche. Elle conduit également l'ensemble de la population enquêtée et, tout particulièrement les analystes seniors ayant connu un tout autre modèle d'organisation du travail, à adopter des représentations exprimant le caractère contraignant de cette nouvelle organisation du travail (en termes de fatigue, de pressions des vendeurs et de la hiérarchie, de gestion de leur temps de travail). La valorisation par les modes de gestion du marketing aboutit, chez les analystes financiers juniors et seniors à un changement dans la représentation de la signification même de leur travail. Celui-ci ne se résume plus uniquement à la mise en œuvre d'un processus intellectuel de production de recherche mais exige la capacité à mettre en valeur cette recherche. Ce changement se traduit par des implications dans la production commerciale différenciées en fonction des objectifs professionnels de chacun. **L'apport de notre recherche empirique a été de reconstituer pour la première fois les modes de gestion du travail en vigueur dans les structures françaises d'analyse financière et de montrer l'influence que ces modes de gestion exercent sur les représentations et pratiques des acteurs de l'analyse financière.**

On ne saurait comprendre les modes de gestion des analystes financiers et leurs conséquences si l'on se situe dans un cadre de références instrumental de « best practices » de gestion des ressources humaines (Bournois et Brabet, 1993) déconnecté de toute analyse sectorielle et historique. Pour éviter des conséquences aujourd'hui jugées bien fâcheuses, il ne suffira pas de réformer la gestion des analystes car elle n'est pas indépendante du mode de financement de leurs employeurs : les firmes de *brokerage*. Si les analystes continuent à être employés et rétribués par des entreprises, dont les revenus dépendent du montant des courtages réalisés , on peut par exemple, sans trop d'audace, formuler l'hypothèse qu'ils continueront à développer un biais optimiste et à privilégier des recommandations d'achat mal étayées par des recherches un peu sacrifiées sur l'autel des relations clients. Cette problématique du montant des courtages va ressurgir au deuxième semestre 2008 à la faveur de la crise financière déclenchée par le sujet des *subprimes* américains. Nous analysons ci-après comment cette crise risque de modifier en profondeur structures et acteurs de l'industrie financière.

2. Les conséquences de la crise financière sur l'industrie de l'investissement institutionnel et les modes de gestion des acteurs

La crise financière et économique que nous vivons en ce début de l'année 2009 pose avec vigueur le problème de la gestion des acteurs de la finance, des analystes, des traders, des producteurs de produits innovants et les solutions à certains semblent simples : gérons-les autrement. Est-ce possible si les entreprises de la finance qui les gèrent continuent à jouer le même rôle dans le même espace concurrentiel, à développer les mêmes stratégies ? Nous essaierons ici de tirer quelques leçons de la crise et de souligner qu'elles étayent les interprétations que nous avons produites.

Les mois de septembre et octobre 2008 ont vu les places financières internationales connaître une très forte chute de leurs valeurs (entre le 1er janvier et le 1er décembre 2008), le CAC 40 a enregistré une perte de près de la moitié de sa valeur[171]) traduisant une crise de confiance généralisée des investisseurs institutionnels dans le système financier. Cette crise

[171] - 42,77 % selon NYSE-EURONEXT. Sur les autres places financières, les différents indices boursiers ont enregistré des baisses annuelles comprises entre -30% et -54%, dont -20% à -30% sur le seul dernier trimestre de l'année 2008 (Source : BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, Lettre d'information Europe Gestion 75, 12 février 2009).

financière trouve ses racines dans l'émission et la propagation par les grandes banques d'investissement américaines et européennes à partir de 2003 de titres financiers à risque rattachés à des crédits hypothécaires (les *subprimes*). La défiance des investisseurs institutionnels envers ces créances titrisées, puis envers les fonds et les banques d'investissement susceptibles de les détenir a été le facteur déclencheur de la crise financière.

Nous verrons comment ces banques ont contribué à créer et diffuser ce phénomène de défiance et surtout quelles sont les conséquences prévisibles de cette crise sur les modes de gestion de leurs salariés en général, et des analystes financiers en particulier.

De la titrisation des crédits subprime à l'effondrement des banques d'affaires de Wall-Street

Le 15 septembre 2008, la banque d'affaires américaine Lehman Brother demande à s'inscrire au chapitre 11 de la loi fédérale sur les faillites avec plus de 613 milliards d'engagements à son bilan. Cette faillite est la plus importante de l'histoire économique des Etats-Unis et semble constituer le paroxysme des difficultés des banques d'investissement américaines et européennes confrontées à l'échec de leurs stratégies d'investissement dans les produits structurés liés au marché immobilier américain. En effet, depuis 2003, ces banques ont massivement investi dans des produits financiers basés sur des crédits hypothécaires : les *subprimes mortages*[172]dont le mécanisme peut être schématisé comme suit. Des sociétés financières spécialisées (*subprime mortgage lenders*) accordent des prêts immobiliers à taux variables à des emprunteurs à risque. Ces prêts sont ensuite cédés à une banque d'investissement qui finance cette acquisition en émettant des titres financiers (*Collateralized Loan Obligations ou CLO*[173]) prenant appui sur les créances nées de ces prêts hypothécaires

[172] Contraction du terme *subprime lending rate mortage* qui désigne un crédit immobilier avec un taux d'intérêt élevé justifié par le profil risqué de l'emprunteur par opposition au *prime lending rate mortage* s'adressant aux emprunteurs fiables. Ces techniques d'ingénierie financière (basées sur des crédits immobiliers *subprime* ou *prime*) sont relativement anciennes aux Etats-Unis et résultent d'une volonté du législateur fédéral de mettre en place des politiques et instruments juridiques visant à favoriser le développement du secteur immobilier (Jeantin *et al.*, 2005,p. 347). La volonté du législateur fédéral de financer le marché hypothécaire est né après la crise de 1929 avec la création de structures fédérales semi-publiques chargées de faciliter le refinancement des prêts immobiliers telles que la *Federal National Mortage Association* (FNMA ou Fannie Mac) ou la *Federal Home Ioan Mortage Corporation* (Freddie Mac). A partir des années 1970, ces institutions ont élargi leurs sources de financement en accédant aux marchés financiers par le biais de la titrisation. En rachetant leurs prêts aux banques et en les revendant aux investisseurs sous forme de titres financiers (*Mortgage Backed Securities* ou *MBS*), elles apportent ainsi de la liquidité pour de nouveaux financements.

[173] Qui font partie de la famille des *Asset Backed Securities* (ABS) qui désignent des titres financiers émis à partir d'actifs dont les sous-jacents sont variés : crédits hypothécaires, encours de cartes de crédit, créances commerciales, prêts étudiants, crédit- bail pour les véhicules automobiles etc. Cette diversification a entrainé une sous-catégorie d'ABS : les *Collateralized Bond Obligations* (CBO) et les *Collateralized Loan Obligations*

mais également sur d'autres créances[174]. En acquérant ces titres, les investisseurs institutionnels (constitués également d'autres banques d'investissement) pensent courir des risques faibles puisque dans un contexte de marché immobilier haussier, la défaillance de l'emprunteur est couverte par la levée de l'hypothèque et la revente du bien immobilier. Cependant, au début de l'année 2007, la baisse des prix sur le marché immobilier américain conjuguée à une défaillance de plus en importante des emprunteurs de crédit *subprime* conduisent à une dépréciation des portefeuilles basés sur ces actifs. Plusieurs banques décident (UBS, Bear Stearns, BNP Paribas furent les premières) de fermer, suspendre ou renflouer leurs fonds qui accusent des pertes sur des titres adossés ou garantis par des créances *subprime*. A partir de l'été 2007, de nombreuses banques sont contraintes de passer régulièrement dans leurs comptes trimestriels ces dépréciations (estimées selon le FMI à 500 milliards) avec pour conséquence une chute de leurs capitaux propres. Ces dépréciations résultent à la fois de la détention de crédits *subprime* mais surtout de portefeuilles d'instruments financiers liés à ces crédits. La reconstitution des fonds propres[175] afin de respecter les ratios réglementaires de solvabilité devient la priorité des banques qui procèdent à des augmentations massives de capital. **Sur le marché américain, ces besoins de refinancement conduisent à un effondrement du modèle de banques d'affaires qualifiées de « *big brokers-dealers* » dont les revenus sont issus des seules activités sur les marchés financiers**[176] (activités de *brokerage*, d'*asset management* et d'*investment banking*). L'impossibilité pour Lehman Brother de se refinancer, malgré la vente de certains de ses actifs, conduit la banque à se déclarer en faillite. Deux banques d'investissement confrontées aux mêmes difficultés de refinancement sont rachetées afin de préserver leur activité : Bear Stearns par JP Morgan et Merrill Lynch par Bank of America. Enfin, deux autres banques d'affaires Goldman Sachs et Morgan Stanley changent de statut pour devenir des banques

(CLO). Les CBO s'appuient sur des créances obligataires et les CLO sur les créances nées d'un prêt (Jeantin *et al*., 2005 p.347, n°517) La littérature financière range ces deux catégories sous le vocable CDO (*Collaterised Debt Obligation*).

[174] Ce qui amène la banque à diviser les parts de titres CLO en plusieurs tranches selon le degré de risque pris par l'investisseur (la plus risquée est appelée *equity*, la moins risquée est appelée *senior*). Ces risques sont évalués par des agences de notation qui fournissent une appréciation des caractéristiques des parts que la banque est appelée à émettre et des créances qui y sont rattachées.

[175] Il s'agit du ratio de solvabilité Tier-1 constitué des fonds propres de base (capital, réserves, primes d'émission ou de fusion, report à nouveau, résultat du dernier exercice) diminués du report à nouveau débiteur, des actions propres détenues, de la part non versée du capital, des actifs incorporels, du résultat déficitaire et des montants des engagements de retraite.

[176] Ces revenus ont reculé de près de 63 % au premier semestre 2008, selon une analyste financier du secteur banque citée par *Les Echos* du 16 septembre 2008.

commerciales[177]. Le modèle de banque d'affaires américaines basé uniquement sur les activités de marché a montré clairement ses limites et aux Etats-Unis, on semble s'acheminer vers l'adoption du modèle européen de banque universelle où les activités de marché sont adossées à d'autres activités (crédit intermédié, assurance, banque de détail...). La crise financière a en effet montré la dépendance très forte des grands *dealers-brokers* américains vis-à-vis des marchés pour leurs besoins de refinancement alors que les banques européennes « multi-capacitaires » ou « universelles » ont pu puiser dans les revenus de leurs autres activités (et notamment la banque de détail[178]) pour absorber les pertes issues des dépréciations d'actifs dérivés des *subprimes*. Pratiqué par les banques françaises, le modèle de banque universelle diversifié sur le plan des activités et géographiquement a donc permis d'atténuer les effets de la crise financière. Ces banques, comme l'ensemble des banques européennes, ont été également touchées par la crise des *subprimes*.

La contagion aux marchés financiers européens

Sur le marché européen, dès l'été 2007 et jusqu'à l'autonome 2008, les banques européennes ont également enregistré d'importantes pertes et dépréciations d'actifs. Cette situation a conduit les autorités de régulation à des mesures de nationalisation partielle (Northern Rock, Bradford & Bingley, Royal Bank of Scotland, Halifax Bank of Scotland et Lloyds TSB en Grande-Bretagne ; Fortis au Bénélux ; Dexia en France, Belgique et Luxembourg ; l'ensemble des banques en Islande).

Si, par rapport à leurs consœurs anglo-saxonnes, **les banques françaises** ont subi des dépréciations moindres[179] du fait de leur faible exposition aux produits titrisés (Commission Bancaire, 2007), elles ont dû cependant procéder à des augmentations de capital et suspendre ou geler plusieurs fonds d'investissement grevés par des créances titrisées. Cette situation a coïncidé avec un fort ralentissement des activités de banque d'investissement (fusions-acquisitions, gestion d'actifs, services aux investisseurs...) qui a entraîné un net recul du

[177] Ces banques verront en outre l'Etat entrer dans leur capital dans la limite de 25 milliards de dollars chacune grâce à la souscription d'actions préférentielles sans droit de vote. Disposant d'un statut de banque commerciale, elles peuvent en outre accéder au financement de la réserve fédérale (FED).

[178] On estime que les dépôts des clients couvrent 70 % des besoins de financement des banques (source : rapport d'analystes du secteur banque d'UBS, sept. 2008)

[179] Par exemple : 1, 2 milliard d'euros pour BNP PARIBAS, 2,9 milliards pour la SOCIETE GENERALE, 5 milliards pour CALYON. Le montant total pour les banques d'investissement françaises est estimé à 17 milliards d'euros (Source : *Les Echos* du 30 septembre 2008). A titre de comparaison, Merrill Lynch a déprécié à elle seule 30,9 milliards de dollars (source : société de recherche Portales Partners)

niveau de rentabilité des banques d'investissement. Elle intervient après des années de rendements exceptionnels. En effet, comme nous l'avions souligné dans notre revue de littérature, le pôle « marchés financiers » des banques universelles françaises s'était révélé particulièrement dynamique de 2003 à 2006 contribuant à une part de plus en plus importante du produit net bancaire[180]. La baisse spectaculaire et l'extrême volatilité des marchés financiers ainsi que le ralentissement économique auront des conséquences sur les différentes activités de ce pôle.

L'activité gestion d'actifs *(asset management)* est déjà en net recul du fait de la méfiance des investisseurs institutionnels vis-à-vis de certains OPCVM ou SICAV soupçonnés de contenir des créances douteuses[181]. Nous avions relevé dans notre revue de littérature[182] l'intérêt grandissant de la part des investisseurs institutionnels pour de nouvelles classes d'actifs composées de titres de crédits structurés, contribuant à un essor prodigieux des marchés de crédit (*debt capital markets*) composés du marché de la dette pour les entreprises (origination et distribution de la dette obligataire) mais également du financement structuré (titrisation d'actifs). A partir de l'été 2007, la désaffection de l'ensemble des investisseurs institutionnels pour les *Asset Backed Securities* (ABS), adossés à des actifs issus des prêts *subprime*, ira en grandissant au cours de l'année 2008 et atteindra son paroxysme à l'automne. A ce phénomène qualifié dans l'industrie financière de « grève des investisseurs », s'ajoutent des mouvements importants de décollecte sur l'ensemble des classes d'actifs. Ainsi, sur les mois de septembre et octobre 2008, les OPCVM français, dont l'encours est estimé à 807,63 milliards d'euros, ont perdu plus de 15 % de celui-ci avec une décollecte particulièrement forte pour les fonds actions et alternatifs qui ont respectivement perdu plus d'un tiers et près de la moitié de leurs actifs (source : EuroPerformance-Six Telekurs). Sur le marché américain, les fonds mutuels placés en actions, qui représentent plus de la moitié des

[180] Par exemple, la banque de financement et d'investissement de la Société Générale avait contribué en 2006 à 45% des profits de la maison mère. CALYON, la banque d'investissement du CREDIT AGRICOLE a vu son produit net bancaire augmenter de plus d'un milliard d'euros entre 2005 et 2006. Pour 2007, le produit net bancaire des trois principaux groupes bancaires français s'est accru de seulement 3,8 % après 18 % pour l'exercice 2006 (Source : Rapport annuel de la Commission Bancaire pour 2007). La banque d'investissement de la BNP-PARIBAS a perdu 1,1 milliard d'euro en 2008, celle de la SOCIETE GENERALE 2 milliards en 2007 et 235 millions en 2008 et celle du Crédit Agricole 2 milliards d'euros (Source : *Les Echos* des 19 février et 30 mars 2009).

[181] Comme nous l'avons vu, les *Collateralized Loan Obligations* sont divisés en tranches selon le degré de risque pris par l'investisseur ; les tranches *equity* contenant les *subprimes* étant les plus risquées. Le montage particulièrement complexe de certains CLO (notamment leur association à des actifs monétaires ou à d'autres types de crédit) peut aboutir à une absence de traçabilité au sein des fonds des créances *subprime*.

[182] Voir page 45.

11.600 milliards d'encours de la gestion institutionnalisée de l'épargne, ont connu une décollecte moindre estimée à 1.3 % du total des actifs gérés. **Si ce mouvement se confirme ou s'amplifie, on peut craindre un net ralentissement des activités de gestion d'actifs des banques et voir certaines sociétés de gestion indépendantes disparaître ou réduire fortement leurs activités.**

L'activité relative aux fusions-acquisitions est également touchée. Dopé par la nécessité pour les entreprises de trouver des relais de croissance hors de leur marché domestique, ce marché avait atteint pour 2006 un record avec près de 3.600 milliards de dollars au niveau mondial (source : Thomson Financial). Depuis le début de l'année 2008, cette activité a baissé de près de 30 % sur les marchés européens (Source : Thomson Reuters).

S'agissant de l'activité de courtage (*brokerage*), sa situation est paradoxale. Cette activité profite actuellement de l'extrême volatilité des marchés financiers avec une hausse des volumes de transaction de vente générant des revenus de courtage. Mais une fois que ces volumes de transaction seront stabilisés et s'ils restent à un niveau bas du fait de la méfiance et de l'attentisme des investisseurs, l'activité *brokerage* des banques françaises risque de connaître le même ralentissement que celui observé après l'effondrement des valeurs de la *Net Economy* en 2001, comme l'illustre les propos d'un professionnel : « Aujourd'hui, la bourse est si chahutée qu'il est impossible de convaincre un investisseur d'acheter des actions. »[183]. Enfin, les perspectives de récession qui sont annoncées pour l'économie mondiale auront des conséquences très nettes en termes de besoins d'investissement augurant là aussi une baisse des volumes de transaction.

L'ensemble de ces facteurs observés sur les différents pôles d'activités des banques d'investissement conduisent celles-ci à repenser leurs stratégies car la crise a semé le doute sur la viabilité de certains métiers de marchés de capitaux jugés trop risqués et qui sont à l'origine des dépréciations qu'elles ont subies (par exemple : dérivés et structuration de crédits, « produits exotiques »). Ces activités sont interrompues ou fortement diminuées pour l'ensemble des structures françaises **qui souhaitent se recentrer sur les métiers traditionnels de la banque d'investissement moins sensibles à la volatilité des marchés** et qui par conséquent, dégagent des profits stables et récurrents comme les financements structurés ou certains métiers de la dette par exemple. Par ailleurs « l'idéologie » de

l'autorégulation, de l'efficience des marchés a subi un coup très rude alors que l'appel aux financements et à la régulation par les Etats se faisait beaucoup plus fort. Ainsi l'éditorial de la revue *Newsweek International* (décembre 2008, p. 3) co-rédigé par l'éditeur de cette revue (Fareed Zakabia) et par le fondateur et Executive Chairman du World Economic Forum déclare-t-il : « *La gravité des crises d'aujourd'hui suggère que le prochain Président des Etats-Unis aura une liberté inusuelle pour pousser des nouvelles réformes audacieuses. Si la crise financière nous a enseigné quelque chose, c'est bien que le gouvernement n'est pas le problème. Il est, il doit être, la solution.* ». Nous avions pu analyser dans notre revue de littérature comment le paradigme néoclassique avait légitimé et structuré l'avènement de ce que Morin (2006) nomme le capitalisme de marché financier. Ce « fondamentalisme du marché » (Cohen, 2008) [184] sort donc affaibli de cette crise dont nul ne connait aujourd'hui le dénouement. Cela aurait des conséquences majeures en ce qui concerne les analystes financiers. Nous ne pourrons pas les aborder ici et nous contenterons d'examiner les conséquences plus immédiates et repérables de la crise.

Les conséquences en termes de gestion de l'emploi et des rémunérations

Les conséquences en termes de gestion des restructurations ont été visibles dès l'été 2007 et ont concerné tout d'abord les structures anglo-saxonnes. En 2007, sur les 40.000 suppressions de postes effectuées jusque-là dans les banques d'investissement européennes, la moitié a concerné **la place financière londonienne**[185]. Selon le *Center for Economics and Business Research* (février 2009), celle-ci avec 349.000 salariés de l'industrie financière devrait connaître 62.000 suppressions de postes d'ici la fin 2009 (28.000 en 2008 et 34.000 en 2009). Avec des perspectives de croissance nulles ou négatives, les réductions d'effectifs dans le secteur d'activité des introductions en bourse très lucratif des banques d'investissement[186]

[183] *Le Monde*, 28 octobre 2008.

[184] Nous rejoignons l'analyse de cet auteur qui dans une interview particulièrement éclairante au journal *Le Monde* (18 octobre 2008) revient sur « la révolution financière » des années 1980 qui a mis fin au « capitalisme managérial issu de la tradition fordiste ». Il note justement que les dérives du capitalisme financier furent dénoncées dès 2001. L'une des plus importantes fut la financiarisation croissante des stratégies d'entreprises soulignée dès 2002 par les travaux de l'équipe de l'ERFI (Pérez *et al*., 2002) analysés justement dans notre revue de littérature, pages 93 s.

[185] Source : analystes financiers secteur banque de la firme de *brokerage* anglaise Collins Stewart

[186] Nous avions pu relever que ces opérations étaient qualifiées dans l'industrie financière de « méga-deals ». Selon le cabinet d'études Dealogic (2006), le montant moyen d'une opération de fusion-acquisition (à laquelle la banque perçoit une commission) réalisée par Goldman Sachs en 2006 était de 2,2 milliards d'euros, plus que chez Morgan Stanley (2 milliards), Merrill Lynch (1,9 milliards) ou encore Credit Suisse (1,6 milliards). Ce marché des fusions et acquisitions avait atteint en 2006 un montant de 3.368 milliards de dollars (2.634 milliards d'euros) avec 36 % du total de l'activité pour le marché américain (1.220 milliards de dollars). Pour 2007, ce

risquent d'être les plus draconiennes, comme elles l'avaient été en 2001 après l'éclatement de la bulle Internet.

S'agissant des banques d'investissement américaines, Goldman Sachs devrait supprimer d'ici à la fin de l'année 2009 10 % de ses effectifs soit 3.200 salariés. En un an (entre l'été 2007 et l'automne 2008), Morgan Stanley a réduit ses effectifs de 3 %[187]. L'opération de rachat de Merrill Lynch par Bank of America pourrait se traduire par un nombre significatif de suppressions d'emplois dans la banque d'investissement où les deux partenaires avaient déjà supprimé plusieurs milliers de postes en 2007. JPMorgan n'a gardé que 45% des salariés de Bear Stearns, la banque d'investissement qu'il a rachetée en mars 2008, et a au passage supprimé 4.000 postes. Enfin, les 20.000 salariés de Lehman Brothers sont dans l'attente des modalités de reprise des activités de leur ancien employeur[188] par d'autres structures. Si 10.000 salariés de la firme aux Etats-Unis vont rejoindre Barclays, l'incertitude plane sur le sort de ses effectifs européens et asiatiques[189].

Quant aux banques françaises, CALYON a annoncé 500 suppressions de postes dans les activités qui ont été les plus exposées aux créances titrisées (dont la moitié en France) d'ici à mi-2009. Chez BNP Paribas CIB (*Corporate & Investment Banking*) comme chez SG CIB (filiale de la Société Générale), les équipes de direction réfléchissent à des coupes claires dans les effectifs de certains métiers. Enfin, NATIXIS (groupe Caisse d'épargne et Banques Populaires) a annoncé dès le mois de mai 2008 un plan de suppression de 1.100 emplois dont 850 en France. Ces restructurations ne concernent pour le moment que les métiers affectés par la crise des *subprime*, par la baisse des introductions en bourse ou ceux jugés trop risqués comme la titrisation. **Cependant, face à un environnement très instable (chute des cours et des volumes sur les marchés actions ainsi que des commissions de courtage, mouvements importants de décollecte sur l'ensemble des classes d'actifs, diminution des besoins d'investissement des investisseurs institutionnels[190]...), on peut craindre une contagion à l'ensemble des salariés de la chaîne d'investissement à commencer par la**

sont ces mêmes activités qui représentaient la plus grande part du profit des banques d'investissement (*Le Monde* du 16 janvier 2008). Au troisième trimestre 2008, les montants levés pour les introductions en bourse ont chuté de plus de 80 % et depuis le début de l'année, l'activité primaire a baissé de quelque 30 %. Les montants sont ainsi passés de plus de 57 milliards de dollars en 2007 à seulement 11 milliards de dollars actuellement (Source : Thomson Reuters).

[187] *Wall Street Journal*, 23 octobre 2008.

[188] Les activités de courtage d'actions étaient assurées par la filiale Neuberger Berman et celles de gestion d'actifs par Lehman Brothers Asset Management.

[189] Et principalement sur le marché britannique où les activités de courtage et *corporate finance* étaient les plus dynamiques représentant un effectif de 3.200 personnes.

fonction support (*back et middle office*). Les analystes financiers sell-side risquent également de pâtir de la corrélation des activités de courtage au *trend* boursier. Ainsi, face à des marchés baissiers, la rentabilité de ces activités, fonction des volumes et des montants traités, risque d'être particulièrement affectée d'autant plus qu'en un an les commissions de courtage sont passées de 0,20 % des actifs traités à 0,10 %. Cette chute de la rentabilité des *brokers* conduira inévitablement à des licenciements massifs comme il en avait été observé lors de l'éclatement de « la bulle Internet » en 2001-2002. CA Cheuvreux, filiale de *brokerage* de Calyon qui a vu son activité de courtage baisser de 40 % sur un an, est la première structure à avoir prévu dès décembre 2008 un plan de sauvegarde de l'emploi (intitulé « Plan d'adaptation 2009 ») portant sur 75 personnes en Europe, dont 31 en France (notamment 6 vendeurs actions, 6 analystes financiers, 3 *sales traders* et 3 négociateurs) . Nos contacts dans les structures d'analyse financière s'accordent à dire qu'il est très vraisemblable qu'elle soit suivie par ses concurrentes.

Cette gestion des sureffectifs s'accompagne d'ores et déjà **d'une volonté de repenser les modes de rémunération au sein de l'industrie de l'investissement institutionnel**. Nous avions relevé dans notre revue de littérature comment les structures anglo-saxonnes avaient adopté des politiques de rémunération incitatives. D'une part, nous avions constaté, comment ces politiques de rémunération visaient à fidéliser les meilleurs collaborateurs, ceux qui participaient de façon importante au chiffre d'affaire de l'entreprise et qui travaillaient sur les segments les plus profitables (comme par exemple les salariés en charge des opérations de fusions-acquisitions, très rentables). Ces politiques prenaient la forme d'attribution de bonus élevés aux salariés les plus performants avec une évaluation systématisée et fréquente de leurs performances sur des critères essentiellement quantitatifs. D'autre part, les programmes de rémunération en actions (*« restricted stock plans »*) dans les banques d'investissement n'étaient pas réservés aux seuls cadres dirigeants mais de plus en plus attribués aux meilleurs salariés : par exemple, aux vendeurs de salles de marché ou encore aux avocats d'affaires en charge des dossiers *corporate* de fusions-acquisitions. Face à l'effondrement du cours de bourse de l'ensemble des banques d'investissement américaines et la disparition de l'une d'entre elles, cette seconde modalité a montré clairement ses limites, amputant ou annulant les

[190] La baisse des cours et la décollecte ont entraîné une contraction de 30% de l'activité des investisseurs institutionnels (source : *Les Echos*, 5 février 2009).

rémunérations différées des salariés[191]. En encourageant leurs salariés à investir dans les actions de l'entreprise par l'intermédiaire des fonds d'investissement comportant des actions de l'entreprise (*capital-investment*, *hedge funds* ou fonds immobiliers) présents dans la quasi-totalité des banques (Morgan Stanley, JP Morgan, Goldman Sachs), **ces structures ont exposé leurs salariés aux risques de marché**. De la même façon, en investissant sur les marchés d'actions (jugés plus dynamiques en termes de rentabilité) les sommes cotisées au sein des fonds de pension, ces entreprises[192] **ont largement compromis les retraites de leurs salariés**. La seconde limite des politiques de rémunération concerne l'attribution de parts variables (bonus). Nous avions analysé que ces politiques étaient guidées par la volonté d'une part, de maîtriser les coûts salariaux en cas de retournement des marchés boursiers et d'autre part, de récompenser et fidéliser les meilleurs éléments, afin d'éviter leur débauchage par les structures concurrentes. Ce faisant, la prédominance des rémunérations variables dans la rémunération des acteurs de la finance de marché a conduit certains d'entre eux, les traders, à prendre des risques excessifs comme l'a révélé l'affaire Kerviel (février 2008). Les opérations menées par ce jeune salarié[193] ont conduit sa structure (Société Générale *Corporate and Investment Banking*) à subir des pertes de 4,9 milliards d'euros et pour résorber ces pertes à souscrire une augmentation de capital (garantie par Morgan Stanley et JP Morgan) de 5,5 milliards d'euros. Jérôme Kerviel a révélé par la suite que les opérations à risque qu'il avait souscrites (engagement de près de 50 milliards sur les indices Euro Stoxx, le Dax et Footsie) étaient motivées par sa volonté de se voir reconnaître comme un « trader d'exception » et escomptait 300.000 € de bonus sur résultats en 2007[194]. **Cette affaire a mis en lumière l'influence des modes de gestion des rémunérations mais plus largement de valorisation sur la production de ces acteurs de l'industrie de l'investissement institutionnel.** A ce

[191] Ainsi, l'action de Bear Stearn (cinquième banque d'investissement de Wall Street rachetée en mars 2008 par JP Morgan Chase) a perdu au cours du premier semestre 2008 83,41 % de sa valeur, chutant à un peu moins de deux dollars l'action. 30 % des 14.000 salariés de cette banque en étaient actionnaires. La devise de cette institution de Wall Street créée en 1923 était : « Jamais une année sans bénéfices, Bear Stearn est engagée à créer de la valeur sur le long terme pour ses actionnaires » (sic)

[192] Cette situation ne concerne pas uniquement les banques d'affaires américaines mais l'ensemble des salariés dont les pensions de retraite sont financées par capitalisation. Ainsi, aux Etats-Unis, 51 millions de foyers seraient concernés. Autre exemple, le plus important fonds de pension américain (CalPERS) a perdu 29 % de sa valeur en un an, soit 75 milliards de dollars. Source : Dan North, économiste chez Euler Hermes à Baltimore, cité par le *Wall Street Journal* du 28 octobre 2008.

[193] Celui-ci n'était pas stricto-sensu un trader pour compte propre (c'est-à-dire un salarié qui prend des positions sur les marchés financiers en fonction d'un montant de capital qui lui est alloué par la structure en pariant sur les évolutions de cours) mais un arbitragiste, métier qui consiste à tenter de tirer profit des écarts de cours entre deux instruments financiers (produits dérivés, actions, obligations, matières premières ou monnaie) sur deux marchés différents. En théorie, un arbitrage présente un risque plus faible que le trading, un achat étant compensé par une vente.

[194] Déclaration du Procureur de la République de Paris suite à la mise en examen du salarié pour abus de confiance (AFP, 28 janvier 2008).

propos, le Professeur Bertrand Jacquillat note[195] : *« Aujourd'hui, l'élite de la finance s'est ruée vers le trading sur fonds propres, attirée par les rémunérations ; si on gagne, on touche le bonus ; si on perd, la banque couvre puisqu'il s'agit de ses fonds propres. (...) Il faudrait remplacer ces bonus immédiats, qui poussent à rechercher la performance de court terme, par une rémunération à long terme, par exemple des actions bloquées. »* Nous avons évoqué précédemment comment la crise financière de l'automne 2008 a conduit les pouvoirs publics américains et européens à adopter des mesures de soutien aux banques. **Ces mesures vont dorénavant s'accompagner d'une reprise en mains des politiques de rémunération des banques aidées par l'Etat.** Ainsi, en contrepartie de l'entrée de l'Etat fédéral dans le capital des banques d'affaires de Wall-Street, celles-ci devront limiter les bonus de leurs dirigeants à l'équivalent d'un tiers de leur salaire annuel et les accorder sous forme de versements d'actions. En Grande-Bretagne, le gouvernement a fait de la fin des bonus (« ces encouragements à l'irresponsabilité » selon l'expression du Chancelier de l'Echiquier) une condition de son plan de sauvetage qui comprend la nationalisation de trois banques. Cette volonté de « moraliser la rémunération des cadres dirigeants » met fin à des mesures d'exonération fiscales accordées depuis douze ans sur les bonus des salariés de l'industrie financière. **En France, les établissements de crédit qui demanderaient une garantie de l'Etat devront revoir leurs politiques de rémunération** afin « de ne plus accepter un mode de rémunération des opérateurs financiers qui les incite à prendre des risques toujours plus excessifs »[196]. C'est dans ce sens qu'un accord a été conclu en février 2009 entre banques d'investissement françaises, le Ministère de l'Economie et des Finances, l'Autorité des marchés financiers (AMF) et la Commission bancaire visant à encadrer non seulement les rémunérations des traders mais également celles de l'ensemble des salariés des activités de marché des banques (*front* et *back office*). Les règles de ce « code éthique » entreront en vigueur dès cette année pour les bonus que ces salariés percevront au début 2010. Selon la Fédération bancaire française, « *les principes en matière de rémunération des professionnels des marchés financiers ont pour objet de renforcer leur comportement et les objectifs à long terme de l'entreprise qui les emploie, particulièrement dans le domaine du risque* » et ceci dans un « souci d'intérêt économique général ». Cette réforme stipule que la part variable de la rémunération ne pourra être versée qu'en fonction des « gains réels [réalisés] pour l'entreprise en tenant compte des intérêts des clients ». Ainsi, elle interdit les bonus garantis non liés à la performance « sauf en cas d'embauche ou de rétention de professionnels ayant

[195] in *Le Monde Economie*, 5 février 2008, p. 3.
[196] Déclaration du Président de la République à l'issue du Conseil des Ministres du 13 octobre 2008.

des fonctions clefs » et, dans ces cas, les limite à un an. Ces bonus ne pourront être versés qui si le salarié a dûment respecté les règles de conformité. Elle prévoit également de différer une part « significative » des rémunérations variables (qui pourraient être dorénavant versées en titres ou en options sur titres) dans le temps pour « prendre en compte les résultats complets des opérations initiées durant un exercice donné ». Autrement dit, le bonus pourrait être supprimé si des positions de marché, au moment où celles-ci sont débouclées, se révélaient perdantes. Enfin, la rémunération des fonctions de contrôle ne pourra plus être fixée par rapport aux performances des salariés du *front office*. Cette disposition de bon sens en dit long sur les pratiques antérieures où les salariés chargés de contrôler les traders étaient intéressés sur les résultats de ces derniers... Sans attendre l'entrée en vigueur de cet accord et d'un décret relatif aux modes de rémunération des seuls dirigeants de banques ayant bénéficié du dispositif gouvernemental de soutien[197], la banque d'investissement CALYON avait annoncé, dès le mois de septembre, sa volonté de « réviser sa politique des bonus » pour tenir compte davantage de la performance globale de la structure en supprimant les bonus à « calculs automatiques » basés sur la seule performance d'un salarié[198]. Cette banque privilégie désormais l'étalement dans le temps du versement des bonus et un paiement en actions de l'entreprise plutôt qu'en numéraire. De la même façon, si NATIXIS a versé 90 millions de bonus à ses 1000 salariés sur 3000 pour l'année 2008, cette banque d'investissement et de financement a souligné que cette rémunération variable « ne récompense que les performances positives » des opérateurs de marché. L'ensemble des banques d'investissement françaises (Calyon, Bnp Paribas, Natixis, Société Générale Corporate and Investment Banking) connaissent un recul de 40 à 70 % de leurs rémunérations variables versées au titre de l'année 2008[199].

Ces mesures ne nous semblent être que la première étape d'une vaste refonte des **modalités de gouvernance des activités de l'industrie de l'investissement institutionnel**. En effet, de nombreux acteurs de cette industrie ainsi que la société civile appellent de leurs vœux une remise à plat des modalités de contrôle et de régulation de cette chaîne industrielle : rôle des agences de notation dans l'évaluation des titres financiers, redéfinition des règles prudentielles des banques d'investissement, contrôle des *hedge-funds*, redéfinition des politiques d'investissement des fonds de pension... autant de chantiers en perspective pour

[197] J.O. du 31 mars 2009.
[198] Déclaration de Patrick Valroff, Directeur Général, *Les Echos*, 11 septembre 2008, p.28.
[199] Source : *Les Echos* du 30 mars 2009.

l'ensemble des acteurs de l'industrie de l'investissement institutionnel. **Ces projets devront être analysés dans la perspective de notre recherche car ils ne manqueront pas de faire évoluer sensiblement les modes de régulation professionnelle et les modes de gestion des ressources humaines.** En attendant, nous avons de nombreuses occasions aujourd'hui de rencontrer des analystes dans la tourmente, ceux qui les gèrent et les représentent mais aussi des régulateurs. Que nous demandent-ils ? Que pouvons-nous leur apporter ?

3. Implications pratiques de nos recherches

Soulignons d'abord à quel point nous nous sentons démunis face à certaines demandes qui nous sont adressées en termes de solutions « miracles » faciles à appliquer pour minimiser les risques de l'analyse financière : nous avons tenté de montrer à quel point **les représentations, les pratiques et les productions des analystes étaient liées au fonctionnement de l'ensemble d'un système complexe**. Cela nous conduit à refuser la facilité trompeuse des « Best Practices » mais aussi à une extrême modestie quant à la pertinence des propositions que nous pourrions formuler. Nous avons adopté une approche interdisciplinaire pour mener notre recherche, nous pensons que seule celle-ci est susceptible de fournir des pistes de solution aux acteurs et doit impliquer de nombreux spécialistes capables de fournir ensemble des repères à l'action. Notre premier objectif consiste donc à montrer à nos interlocuteurs les liens qui existent entre des comportements qu'ils jugent aujourd'hui risqués et l'organisation de l'industrie de l'investissement institutionnel. Nous montrons aussi que l'analyse financière s'est inscrite dans d'autres contextes où elle était certes beaucoup moins développée (comme l'étaient à l'époque les marchés financiers) qu'elle a disposé de moyens indépendants des commissions de courtage. **Nous utilisons donc une approche comparative et historique pour situer l'analyse et les modes de gestions des analystes, pour dégager des idéaux-types qui permettent à nos interlocuteurs de réfléchir sur des modèles différenciés, sur leurs avantages et leurs limites**. Après avoir analysé plus en détail les actuels modes standardisés de gestion des analystes, nous en explorons leurs liens avec les représentations, les pratiques et les productions des analystes. Nous présentons les dysfonctionnements identifiés dans la littérature, par les médias et les professionnels eux-mêmes. Nous comparons les solutions proposées par la littérature, en prenant toujours le soin de les resituer dans une chaine de la valeur globale, et le niveau d'intervention qu'elles préconisent. Nous ne saurions aller au-delà. Les nouvelles solutions, celles qui seront choisies ou inventées, pour l'ensemble des institutions d'analyse comme

pour certaines d'entre elles, le seront, nous l'espérons, à la suite de diagnostics et de débats approfondis engageant, dans une réflexion sur les moyens à mettre en œuvre mais aussi sur les fins poursuivies par les acteurs concernés. Nous espérons seulement en tant que jeune chercheur en gestion être capables d'apporter une pierre à cet édifice.

Sur le plan pédagogique, nos travaux de recherche ont permis de construire et d'enrichir nos enseignements en droit des marchés financiers et en déontologie financière. Depuis la rentrée 2005, nous assurons ces deux cours destinés à de futurs analystes financiers et gestionnaires de fonds en Master professionnel « Gestion des Actifs et Analyse Financière » au sein de l'Université Paris X-Nanterre. Nous avons pu ainsi, dans notre enseignement des mécanismes juridiques de régulation des marchés financiers, dépasser une approche purement instrumentale de la matière faite d'explicitations de techniques juridiques (ce que l'on reproche bien souvent aux juristes « habilités » et « contraints » par leur formation). Grâce à la revue de littérature que nous avions menée, nous avons essayé d'inscrire notre cours dans une approche interdisciplinaire en mettant aussi bien en avant les apports de la sociologie, de l'économie ou des sciences de gestion pour tenter d'apporter une perspective contextualisée quant aux mécanismes d'élaboration et de mise en œuvre des règles de droit régissant les marchés financiers. Nous avons ainsi essayé de faire comprendre aux étudiants et futurs professionnels des marchés financiers comment le droit constituait une construction normative des principes du paradigme néo-classique d'efficience des marchés. S'agissant du cours de « déontologie financière », nous nous sommes appuyés sur les matériaux divers que nous avons utilisés pour notre recherche (entretiens avec des analystes, gestionnaires, institutions de régulation professionnelle ou administrative, rapports, articles de presse...) pour construire un cours qui puisse être le reflet le plus complet des contradictions de l'industrie de l'investissement institutionnel et de ses acteurs promouvant le primat de l'actionnaire, l'effectivité de la concurrence, l' « auto-régulation » par les professionnels mais également les investissements socialement responsables, la lutte contre « les abus de marché » ou plus récemment la déontologie des rémunérations variables. Dans cette optique, il s'agissait pour nous de dépasser l'énoncé de techniques juridiques, propres à la déontologie des analystes financiers et des structures les employant, pour aboutir à une confrontation entre contenus de la matière (les codes déontologiques professionnels, la réglementation boursière), le contexte des dysfonctionnements relevés (insertion des structures d'analyse financière dans la chaine de l'industrie de l'investissement institutionnel, concurrence entre structures, financement de la recherche...) et les processus (la manière dont les analystes se situaient et

interagissaient). Là aussi, le travail avec nos étudiants reposait sur l'analyse et la mise en perspective des nombreux outils d'information produits grâce à notre thèse.

Ce cours ne pourra être qu'enrichi par les différentes réflexions (enfin) engagées par les praticiens et les institutions sur les nouvelles modalités de régulation des marchés financiers qui constituent donc une nouvelle perspective de recherche. Dans les développements suivants, nous en identifions d'autres tout en montrant les inévitables limites de notre recherche doctorale.

4. Limites et suites de notre recherche

Limites

Nous avons identifié dans le corps de ce document de nombreuses limites à notre recherche.

D'abord, nous aurions souhaité pouvoir interroger un plus grand nombre d'analystes, de responsables de la recherche, de DRH, mais surtout pouvoir réaliser les études de cas contrastées de plusieurs structures d'analyse : observer des analystes, les suivre aurait été pour nous précieux. Cela ne nous a pas été possible pour deux raisons principales : d'une part, nous ne disposions pas du temps nécessaire car nous étions fort occupé par des missions de PRAG impliquant enseignements et coordination de programme ; d'autre part, nos interlocuteurs potentiels manquaient parfois eux aussi de disponibilité et des stages d'été que nous avions sollicité dans des sociétés de *brokerage* nous ont été refusés. Nous n'avons pu non plus avoir accès aux régulateurs. Nous avons bien l'intention de poursuivre nos investigations empiriques sur un objet de recherche aujourd'hui en pleine mutation.

Si la première limite de notre recherche que nous identifions concerne l'extension de notre recherche empirique, d'autres sont liées aux limites même de nos compétences. Celles de nos compétences disciplinaires et méthodologiques ainsi que notre relative jeunesse ne nous permettaient pas d'explorer, de manière aussi approfondie que nous l'aurions voulu, les différents corpus théoriques qui pouvaient être mobilisés et articulés au service de notre projet de recherche : nous avons, nous n'en doutons pas été parfois superficiel et maladroit dans notre positionnement, nos investigations et nos interprétations. Nous entendons remédier à ces manques en continuant à approfondir le domaine des sciences sociales et les différentes

disciplines de la gestion, d'une part, en travaillant dans des équipes interdisciplinaires[200] d'autre part. Nous verrons plus loin que nous avons déjà amorcé une telle démarche en entreprenant une recherche sur l'investissement socialement responsable (ISR) avec une chercheuse plus spécialisée en finance.

En relisant notre document nous avons aussi vu que nous été souvent redondant, n'ayant pas toujours su éviter de répéter malgré nos efforts de structuration des informations issues de nos différentes investigations théoriques et empiriques. Désirant soutenir notre travail dans des délais raisonnables, nous n'avons pas repris l'ensemble du document pour mieux présenter nos informations. Nous devons aussi reconnaitre que la situation des marchés financiers et l'intérêt que suscitent aujourd'hui nos travaux auprès des acteurs de la finance, nous incitent à poursuivre rapidement nos recherches.

Nouvelles voies de recherche

Nous allons bien entendu continuer à analyser les modes de gestion des analystes financiers et celles des autres acteurs de la finance mais surtout leurs mutations et les solutions proposées pour les faire évoluer dans un sens positif. Dans ce temps de transformation profonde, nous espérons pouvoir continuer à effectuer des analyses documentaires et des entretiens prolongeant ce que nous avions entrepris mais aussi avoir l'occasion de mener à bien des observations et même de participer à des recherches action. Comme le disait Kurt Lewin (1951), c'est en transformant un système complexe que l'on peut en comprendre le fonctionnement. Par ailleurs, nous nous intéressons à l'Investissement Socialement Responsable (ISR) qui constitue un nouveau modèle d'investissement et qui semble offrir aujourd'hui une alternative à des modes de gestion des investissements aujourd'hui décriés.

Nous avons en effet pu noter au cours de notre recherche empirique un intérêt croissant pour l'Investissement Socialement Responsable (ISR) des entreprises françaises de *brokerage*, avec le développement à partir de l'année 2007 d'**une nouvelle catégorie d'analystes financiers** dépassant le cadre sectoriel : celles et ceux chargés de l'ISR. Encore

[200] Comme l'association des études sociales de la finance (« *Social Studies of Finance* »,) dont nous faisons partie, regroupant des chercheurs visant à promouvoir les études scientifiques interdisciplinaires (sociologie économique, anthropologie culturelle, sciences politiques et juridiques, sciences de gestion...) sur le monde de la finance.

quasiment absente il y a trois à quatre ans, l'analyse ISR dite *sell-side* fait, à ce jour, une entrée remarquée au sein de ces sociétés. Représentant actuellement près de 3 000 milliards de dollars en Amérique du Nord et 1000 milliards d'euros en Europe[201], l'Investissement Socialement Responsable présentait en effet la particularité, au sein des organisations opérant sur les marchés financiers, de n'être pris en compte que par les sociétés de gestion, et leurs analystes dits *buy-side*, en réponse à la demande d'investisseurs, actuels et potentiels ainsi que par les agences de notation sociale. Il demeurait ainsi absent de la partie amont du processus financier traditionnel caractérisant le marché secondaire des titres et dans lequel opèrent les sociétés de courtage. Comme nous l'avons constaté dans notre revue de littérature et confirmé grâce à notre recherche exploratoire, la division des activités entre sociétés de gestion et sociétés de courtage fut initiée par les grandes banques d'investissement anglo-saxonnes (*corporate and investment banking*) au cours des années quatre-vingt, division traduisant les théories financières de gestion de portefeuille. Elle fut transposée en Europe à partir de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. Or, les pratiques anglo-saxonnes en matière d'ISR se sont révélées être peu « consommatrices » de production d'analyse financière *sell-side* opérée par les sociétés de courtage. En effet, la première acception du modèle anglo-saxon d'ISR se traduit, par une sélection sur la base de critères discriminants, d'origine souvent éthique ou religieuse ; et la seconde, par une volonté d'agir directement sur les directions d'entreprise au moyen des politiques de vote. Ainsi, dans l'acception anglo-saxonne, l'ISR relève d'une part, d'une méthode de filtre négatif (*negative screening*) où l'investisseur socialement responsable décide d'exclure de son portefeuille des actions d'entreprise en contradiction avec ses croyances ou celles de son client : rejet d'entreprises considérées comme peu soucieuses de l'environnement ou productrices de tabac, d'alcool ou d'armes par exemple[202]. D'autre part, les stratégies d'ISR peuvent relever de l'activisme actionnarial (*shareholder engagement*) où l'investisseur, en tant que propriétaire de l'entreprise, dispose d'un certain nombre de moyens (comme par exemple la soumission au vote de l'assemblée générale des actionnaires d'une résolution sociale ou *social proxy proposal*) pour faire agir celle-ci dans un sens conforme à des aspirations éthiques et/ou sociales.

[201] Source : enquête Novethic-Amadeis-Bnp Paribas (2007). En France, ils représentent un peu moins de 5 % des actifs totaux de gestion déléguée de portefeuilles contre 10 % aux Etats-Unis.
[202] C'est le refus des *sin stocks* (actions du péché) apparu pour la première fois aux Etats-Unis en 1928 avec le *Pioneer Funds* de l'Eglise évangélique

A l'opposé de ce modèle, le développement en Europe de pratiques de « sélection positive » (*positive screening*) consiste à sélectionner sur des critères dits « extra-financiers » les entreprises les plus performantes en se fondant sur des considérations sociales et environnementales. **Cette méthode nécessite donc, pour guider le gérant ISR, de recourir à des analystes financiers disposant d'une expertise spécifique plus développée à la fois pour circonscrire les référents et pour les analyser.** Par ailleurs, introduit d'abord sur la base d'une stratégie de niche, permettant aux actionnaires d'exprimer certaines convictions et considérant les éléments « extra-financiers » comme des éléments en soi de performance, l'ISR tend à s'orienter vers une stratégie *mainstream,* pour laquelle les critères extra-financiers seraient plutôt appréhendés comme des moyens supplémentaires d'obtention d'une performance financière (Azoulay et Zeller, 2006). Développée au départ au sein d'agences de notation (Gond et Leca, 2004), en marge du monde financier, l'analyse ISR par son intégration au sein des sociétés de courtage tend donc à s'inscrire au cœur de la chaîne financière traditionnelle. L'entrée dans le champ de l'industrie de l'investissement institutionnel de cette activité dérogeant jusqu'alors aux règles de fonctionnement de ce dernier, soulève immanquablement la question de l'évolution des pratiques en vigueur dans les structures françaises.

Nous souhaitons identifier ces modalités d'intégration des analystes ISR et comprendre les dispositifs de gestion et de formation du jugement mise en œuvre au sein des structures françaises d'analyse financière ISR. Les analystes ISR sont-ils recrutés, évalués et rémunérés à l'aune des mêmes dispositifs que les analystes classiques ? Mettent-ils en œuvre les mêmes modes de jugement ? Nous souhaitons inscrire cette recherche dans la continuité du présent travail doctoral et de celui d'Isabelle Chambost (2007) qui avait pour objectif l'analyse de la formation du jugement des analystes financiers *sell-side* sous l'angle d'un construit social. Nos recherches empiriques avaient déjà noté non seulement l'apparition d'analystes ISR mais également la prise en compte progressive des informations environnementales, sociales et de gouvernance dans les pratiques des analystes classiques. Dans cet objectif, une première recherche que nous avons menée en collaboration avec Isabelle Chambost repose sur une douzaine d'entretiens réalisés auprès d'analystes ISR français appartenant à des sociétés de courtage, complétés par des entretiens avec des analystes ISR *buy-side* (au sein des sociétés de gestion) et des gérants ISR.

Nous avons débuté ces entretiens entre février 2008 et juin 2008. Notre accès au terrain a été ensuite quelque peu bloqué par la crise financière de septembre 2008 qui clôt le présent travail doctoral. Celui-ci a donc débuté dans une période de relative euphorie des marchés et a été guidé dès son commencement par les doutes que nous entretenions (avec bien d'autres chercheurs) sur la pérennité du mode de fonctionnement de l'industrie de l'investissement institutionnel. Il nous a permis de nous centrer sur la gestion de cet acteur reconnu comme central que constitue l'analyste financier. La problématique de la gestion des acteurs financiers fait aujourd'hui l'objet d'intense débats, nous espérons que nos futures recherches nous permettrons de les éclairer.

Bibliographie

A

AEFI (2006), « L'analyse financière fait sa révolution », *L'info AFEI*, n°77, décembre.

Aftalion F. (2003), *La nouvelle finance et la gestion des portefeuilles*, Paris, Economica.

Aftalion F. (2004), « Que nous apprend la finance comportementale ? », Etat de l'art sur la recherche en finance comportementale, Université Paris Dauphine et Institut Europlace de Finance, 7 décembre.

Aglietta M., Rebérioux A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel, coll. Economie.

Aït-Kacimi N. (2004), « Le courtier Oddo, seul et content de l'être », *Les Echos*, 9 décembre.

Allouche J. (1993), « Les rémunérations salariales, une analyse de 255 bilans sociaux d'entreprises (1979-1991) », *Revue de gestion des Ressources Humaines,* n° 8, 52-61.

Allouche J., Huault I. (2003), « Les ressources humaines : au-delà des instruments, les institutions », in *Encyclopédie des Ressources Humaines*, Allouche J. (coord.), Vuibert, Paris, 743-754.

Amado G. et Guittet A. (2003), *Dynamique des communications dans les groupes*, Paris, Armand Collin.

Amann B. (1999), « La théorie des droits de propriété », in *De nouvelles théories pour gérer la firme*, Paris, Economica.

Amann B., Le Thielleux L. (2005), *Le droit, outil de gestion*, Paris, Pearson Education.

Andermahr, A. (2001), « Les analystes financiers sont-ils attaquables ? », *Option finance*, n°654.

Antoine J., Capiau-Huart M.-C. (2006), *Dictionnaire des marchés financiers*, Bruxelles, De Boeck.

Aubert N., Gaulejac V. (1991), *Le coût de l'Excellence*, Paris, Seuil.

Autorité des Marchés Financiers (2005), *Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante sur le marché français*, rapport du groupe de travail présidé par Jean de Demandolx Dedons, Paris.

Azoulay O. et Zeller V. (2006), « ISR : stratégie de « niche » ou « mainstream » ?, *Revue d'économie financière*, septembre, n°85.

B

Barber B., Odean T. (2001), «Boys will be boys: Gender, overconfidence and common stock investments», *Quarterly Journal of Economics*, 261-292.

Barberis N., Shleifer A. et Vishny R. (1998), « A model of investor sentiment », *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, N°3, 307-343.

Bardin L. (2003), « L'analyse de contenu et de la forme des communications », in *La méthode des Sciences Humaines*, Moscovici S. et Bushini F. (dir.), Paris, PUF coll. Fondamental, 243-269.

Barney J.B. (1991), «Firm Resources and sustained competitive advantage», *Journal of Management*, 17, 99-120.

Batsch, L. (1999), *Finance et Stratégie*, Paris, Economica.

Batsch, L. (2002). *Le capitalisme financier,* Paris*,* La Découverte.

Batsch, L. (2005), « Au-delà des CIF : la loi et l'autodiscipline », *Analyse financière*, n°17, 40-41.

Baudru D., Palpacuer F. (2002), « Comportement des investisseurs institutionnels et stratégies des firmes agro-alimentaires », in Pérez Roland et Florence Palpacuer (dir.), *Mutation des modes de gouvernance, dynamique de compétitivité et management stratégique des firmes : Le cas des firmes multinationales alimentaires en Europe* , Paris, Rapport pour le Commissariat général du Plan.

Baumard, P., Ibert J. (1999), « Quelles approches avec quelles données ? » in *Méthodes de Recherche en Management,* Thiétart R.A. (ed.), Paris, Dunod, 81-103.

Bayle E., Schwartz M. (2005), « A quoi servent les analystes financiers ? », *Revue d'économie financière*, N°81, 211-235.

Bellante B. et Mahérault L. (1999), *Dictionnaire de la bourse et des marchés*, Paris, Hatier.

Bellon J.B. (2007), « Performance : les fusions européennes » in *Perspectives financières des banques*, BankNot n°6, Paris, Trapeza Finance.

Benchemam F. (2005), « La GRH dans l'industrie de l'investissement institutionnel en France », *Revue Internationale sur le Travail et la Société*, vol. 3, n°2, 894-914.

Benchemam F. (2009), « La gestion des ressources humaines des analystes financiers français sell-side : bilan et perspectives», *Analyse financière*, n°31, 43-46.

Benzécri J.-P. (1982), Histoire et préhistoire de l'analyse des données, Paris, Dunod.

Berle A. A., Means G. C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Commerce Clearing House.

Betbèze, J.P. (2003), *Les dix commandements de la finance*, Paris, Odile Jacob.

Biais B., Davydoff D., Jacquillat B. (1997), *Organisation et qualité des marchés financiers*, Paris, Puf.

Bissara P. (1998), « Les véritables enjeux du débat sur le gouvernement d'entreprise », *Revue des Sociétés*, janv.-mars, Dalloz.

Black B. (2001), « The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets », *UCLA Law Review*, vol.48, 855-881.

Blair M. (1995), *Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century,* Washington, D.C, Brooking institution.

Blair M. (2002), « Post-Enron Reflections on Comparative Corporate Governance », Georgetown Law and Economics Research Paper N°316663.

Blanchet A. (2005), « Interviewer » in *Les techniques d'enquête en sciences sociales : Observer, interviewer, questionner*, Paris, Dunod.

Boltanski L., Thévenot L. (1987), *Les Economies de la grandeur*, Cahiers du centre d'études de l'emploi, n°31, Paris, Puf.

Boubaker S., Labégorre F. (2006), « L'environnement informationnel et la structure de propriété et de contrôle des sociétés cotées françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 9, N°3, septembre, 5-38.

Boudon, R. (1979), *La logique du social*, Paris, Hachette.

Boudon R. (1979), «Generating models as a research strategy», in Merton R. K., Coleman J. S., Rossi P. H (ed.), *Qualitative and Quantitative Social Research*, The Free Press, New York, 51-64.

Boudon R. (1986), « Individualisme et holisme dans les sciences sociales», in Birnbaum P. et Leca J. (coord.), *Sur l'individualisme*, Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques, Paris, 45-59.

Bourdieu, J., Heilbron J. et Reynaud B. (2003), « Les structures sociales de la finance », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n°146-147, 3-8.

Bourdoncle R. (2000), « Autour des mots « Professionnalisation, formes et dispositifs », *Recherche et formation*, N°35.

Bournois F., Brabet J. (1993), « Les connaissances en gestion des ressources humaines », in Brabet J. (coord.), *Repenser la gestion des ressources humaines ?,* Paris, Economica, 15-35.

Bournois F., Brabet J. (1997), « Qu'est ce que la gestion des ressources humaines », in *Encyclopédie de Gestion*, Paris, Economica, 2732-2752.

Bournois F., Voynnet-Fourboul C. (2004), « Les liaisons complexes du binôme DRH-DG », in *Gestion des Ressources Humaines : Regards croisés en l'honneur de Bernard Galambaud*, Bournois F. et Leclair P. (coord.), Economica, Paris, 115-131.

Bouton (dir.) (2002), *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*, Paris, MEDEF et AFEP-AGREP, sept.

Brabet J. (1989), « Faut-il encore parler d'approche qualitative et d'approche quantitative ? », *Recherche et Applications en marketing*, vol.III, n°1, 75-89.

Brabet, J. (2002), « La main visible des investisseurs institutionnels », Revue française de gestion, n°141, 203-224.

Brabet, J., Valade S. (2002), « La main visible des investisseurs institutionnels ? », in R. Pérez et F. Palpacuer (dir.), *Mutation des modes de gouvernance, dynamique de compétitivité et management stratégique des firmes : Le cas des firmes multinationales alimentaires en Europe* , Paris, Rapport pour le Commissariat général du Plan, 105-130.

Brabet J. (2003), « Des méthodologies qualitatives pour la recherche en GRH ? », in *Encyclopédie des Ressources Humaines*, Allouche J. (coord.), Vuibert, Paris, 888-896.

Brabet J., Seignour A. (2004), « La fausse distinction entre qualitatif et quantitatif. Une illustration par les méthodes d'analyse textuelle », Actes du Congrès de l'Academy of Management et l' ISEOR : *Traversée des frontières entre méthodes de recherche qualitatives et quantitatives*, Université Lyon 3, 18-20 mars 2004, 345-366.

Brabet J. (2006), « Enacter l'enaction : une lecture subjective des travaux de Karl Weick »., in Autissier D., Bensebaa F. (dir.), *Les défis du sensemaking en entreprise*, Économica.

Brancato C. K. (1997), *Institutional Investors and Corporate Governance: Best Practices for Increasing Corporate Value*, Chicago, Irwin Professional Pub.

Breton G., Schatt A. (2000), « Rôle et caractérisation de l'analyse financière », *Revue d'économie financière*, n°59, 1-13.

Brière M.-F. (2005), *Formation des taux d'intérêt : Anomalies et croyances collectives*, Paris, Economica.

Brown C. (1998), « Rise of the institutional equity funds: Implications for managerialism », *Journal of Economic Issues*, sept.

de Bruin (1999), *Communication financière : image et marketing de l'entreprise*, Paris, Editions Liaisons.

de Bry F. (2003), « Fresque historique de l'éthique du management », *Entreprise Ethique*, n°18, Avril, 16-29.

C

Caby J., Hirigoyen G. (2005), *Création de valeur et gouvernance d'entreprise*, Paris, Economica.

Carr-Sauners A.M., Wilson P.A. (1933), *The Professions*, Oxford, Clarendon Press.

Catalano D. (2006), *Guide des carrières en Finance*, Paris, ed. eFinancialCareers.

Caussin, J.-J. (2005), *Le gouvernement d'entreprise, le pouvoir rendu aux actionnaires*, Paris, Creda-Litec.

Centre for Economics and Business Research (2006), « City bonuses to reach £7.5 billion this winter as bounce in activity feeds through», Londres, janvier.

Chambost I. (2007), *Contribution à l'analyse de la formation du jugement des analystes financiers sell-side*, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, CNAM.

Chanlat J.-F. (1990), *L'individu dans l'organisation : les dimensions oubliées*, Québec, Presses de l'Université Laval et Editions Eska.

Charreaux G. (1997), « Vers une Théorie du Gouvernement des Entreprises », *in* G. Charreaux (éd.), *Le Gouvernement des Entreprises : Corporate Governance, Théorie et Faits*, Paris, Economica, 421-469.

Charreaux G., Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1, N°2, juin 1998, 57-88.

Charreaux G. (2001), « L'approche Economico-Financière de l'Investissement », in G. Charreaux (coord.), *Images de l'Investissement*, Vuibert, Coll. Fnege.

Charreaux G., (2002), « Variation sur le thème : « A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise», *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 5, N°3, septembre 2002, 5-68.

Charreaux G. (2004), « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », *Cahier du FARGO*, n° 1040101, décembre, 1-57.

Charreaux G. et Schatt A. (2005), « La recherche française en finance : une perspective à travers les travaux des enseignants-chercheurs en gestion sur la période 1994-2003 », *Cahier du FARGO*, n° 1051001, octobre, 21-38.

Charreaux G. (2005), « Pour une gouvernance d'entreprise « comportementale ». Une réflexion exploratoire... », in dossier *La finance comportementale*, *Revue Française de Gestion*, juillet-août, 215-238.

Charreire S., Durieux F. (1999), « Explorer et tester » in *Méthodes de recherche en management*, Thiétart et coll., Paris, Dunod, 57-80.

Chassagne F. (2001), « Analyste qui es-tu ? », *Analyse Financière*, N°3.

Chesler M. (1987), « Professionals' views of the « danger » of self-help groups », Center for Research on Social Organization (CRSO), Paper n°344.

Choinel A., Rouyer G. (2002), *Le marché financier : structures et acteurs*, Paris, *Revue Banque édition*, 8ème éd.

Clayman M.R., Schwartz R.A. (1994), « Falling in love again analysts' estimates and reality », *Financial Analysts Journal*, 66-68.

Cobbaut R. (2005), *Théorie financière*, Paris, Economica.

Coffee J. (2002), « Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid », Columbia Law School Working Paper, N°207, juillet.

Colli V. (2003), « Les défis de l'analyste sell-side », *Analyse Financière*, N°8.

Committee on the Global Financial System (2003), *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*, Bâle, Bank for international settlements.

Cori N. (2005), *De la grandeur au gouffre, comprendre les scandales financiers*, Paris, Editions Lignes de Repères.

Cossalter C. (2007), « La modernisation des banques : la fin des employé-e-s ? », colloque *Le salariat bancaire : enjeux sociaux et pratiques de gestion*, 2 février, I.D.H.E., Université Paris X- Nanterre.

Cotta J.-C. (2005), « La sélection de fonds ou la sélection de gérants – la recherche des alphas complémentaires, du Béta neutre et autres ratios d'importance », Journée d'études du Centre d'Economie de Paris – Nord : Les investisseurs institutionnels : stratégies financières et gouvernance d'entreprise, 25 mars.

Couret A. (2002), «L'évolution du cadre juridique», in *L'actionnaire*, *Revue Française de Gestion*, vol.28, n°141, nov.-déc., 377-395.

Coutelle P. (2005), « Introduction aux méthodes qualitatives en Sciences de Gestion », cahiers de recherche du CERMAT-IAE, Université de Tours.

Crozier M. (1963), *Le phénomène bureaucratique*, Paris, Le Seuil.

Crozier M., Friedberg E. (1977), *L'acteur et le système*, Paris, Editions du Seuil.

Crozier M., Friedberg E. (1987), « Le pouvoir comme fondement de l'action organisée » in *L'analyse des Organisations, une anthologie sociologique*, Chanlat J.-F. et Séguin F. (coord), Gaëtan Morin Editeur.

D

David A. (1999), « Logique, épistémologie et méthodologie en sciences de gestion », *Actes de la Conférence de la VIIIème de l'AIMS*, Ecole Centrale de Paris, 26-28 mai.

David A., Hatchuel A., Laufer R. (2001), *Les nouvelles fondations des sciences de gestion*, Paris, FNEGE, Vuibert.

Delery, J.E., Doty D.H. (1996), «Modes of Theorizing in Strategic Human Resource Management: Tests of Universalistic, Contingency, and Configurational Performance Predictions», *Academy of Management Journal*, vol. 39, no 4, 802-835.

Delavigne V. (2000), *Les mots du nucléaire : Contribution socioterminologique à une analyse de discours*, Thèse, Université de Rouen.

Delmas-Marty M. (1977), « Le délit d'initié va-t-il changer la bourse ? », *Recueil Dalloz*, 91-95.

Demers C. (2003), « L'entretien », in Giordano Y. (coord.), *Conduire un projet de recherche : une perspective qualitative*, Paris, EMS, 173-209.

Dolan S.L., Saba T., Jackson S.E., Schuler R.S. (2002), *La gestion des ressources humaines, Tendances, enjeux et pratiques actuelles*, Paris, Pearson Education.

Dubar C., Tripier P. (2005), *Sociologie des professions*, Paris : Armand Colin.

Dumond J.-P. (2006), « L'appréciation des personnels. Evaluer n'est pas expliciter. », *Revue Française de Gestion*, N°162, Vol. 32, mars, 21-34.

D'Unrung M.C. (1974), *Analyse de contenu et acte de parole*, Paris, Editions Universitaires.

Duyck J.-Y. (2001) « Des chiffres et des lettres : vers la troisième génération du qualitatif en sciences de gestion », *Sciences de Gestion*, N°30, 179-206.

Duyck J.-Y. (2001), « Ordinateur et recherche qualitative en Gestion : une application aux réponses libres », *Sciences de Gestion*, N°187, 53-71.

E

Easterby-Smith M., Thorpe R., Lowe A. (1991), *Management Research: an Introduction*, London, Sage.

Eisenhardt K.M. (1989), « Balding theories from case study research », *Academy of Management Review*, vol. 14, N°4, 532-550.

Evrad Y., Pras B., Roux E. (2000), *Market*, Paris, Dunod.

Eymard-Duvernay F., Marchal E. (1997), *Façons de recruter, le jugement des compétences sur le marché du travail*, Métailié.

F

Faijean G. (2006), « Brokers et cabinets d'analyse indépendants : concurrents ou partenaires ? », *Analyse financière*, n°18.

Fama E.F. (1965), «The Behavior of Stock Market Prices», *Journal of Business*, 38, 34-105.

Fama E.F. (1970) « Efficient Capital Markets, Review of Theory and Empirical Work», *Journal of Finance*, vol. 25, 383-417.

Fama E.F. (1980) « Agency Problems and the Theory of the Firm», *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, 288-307.

Fama E.F., Jensen M.C. (1983a) « Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics*, vol. 26, june, 301-325.

Favereau, O. (1989), « Marchés internes, marchés externes », in *Revue économique*, Vol. XI, n°2, mars.

Férone G. (1997), *Le système de retraite américain, Les fonds de pension*, Paris, Montchrestien.

Fleury C., Godechot O. (2005), « Les nouvelles inégalités dans les banques », *Connaissance de l'emploi*, n°17, 1-4.

Forgarty T. J., Rogers R.K. (2005), «Financial analysts' reports: an extended institutional theory evaluation», *Accounting, Organizations and Society*, 30, 331-356.

Forum Group to the European Commission Services (2003), *Financial analysts: Best practices in an integrated European market,* Bale.

Foudriat M. (2007), *Sociologie des organisations*, Paris, Pearson Education.

Francfort I., Osty F., Sainsaulieu R., Uhalde M. (1995), *Les mondes sociaux de l'entreprise*, Paris, Desclée de Brouwer, coll. Sociologie Economique.

Frison-Roche M.-A. (2003), *Les leçons d'Enron*, Autrement, Paris.

Frison-Roche M.-A., Bonfils S. (2005), *Les grandes questions du droit économique*, Puf, Paris.

Furubotn E.G., Pejovich S. (1972), « Property Rights and Economic Theory », *Journal of Economic Literature*.

G

Galanti, S. (2002), « Incentives and constraints in information production : a study of financial analysts behaviour and representation », Journées d'études institutionnalisme et évolutionnisme, 2 et 3 décembre, Lyon.

Galanti, S., (2003), « Se distinguer sans s'isoler : le rôle du consensus des analystes sur le marché d'actions », Colloque Conventions et Institutions : approfondissement théoriques et contribution au débat politique, 11, 12 et 13 décembre, Paris.

Galanti S. (2006), *Les analystes financiers comme intermédiaires de l'information*, Thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université Paris X-Nanterre.

Galindo G. (2005), *La structuration de la GRH dans les entreprises high-tech : le cas des biotechnologies en France*, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris XI.

Gardener E.M.P., Molyneux P. (1998), « Les déterminants stratégiques et les changements dans les activités de banque d'affaires à l'échelle mondiale », *Revue d'économie financière*, n° 50, 57-89.

Gastaud J.-P. (2006), « L'analyse financière en droit français », in Monéger J. (coord.) *La sécurité financière*, Paris, Société de législation comparée, 77-85.

Gavalda C. (1976), « Droits et devoirs des initiés dans des sociétés par actions », *Revue des Sociétés*, 589-593.

Gespach F., Jeffers E. (2005), « Structure du capital des entreprises et gouvernance des grands groupes : un essai de typologie », Journée d'études du Centre d'Economie de Paris – Nord : Les investisseurs institutionnels : stratégies financières et gouvernance d'entreprise, 25 mars.

Ghauri P.N., Gronhaug K., Kristianslund I. (1995), *Research Methods in Business Studies: a Practical Guide*, London, Prentice Hall.

Ghiglione R., Matalon B. (1998), *Les enquêtes sociologiques, Théories et pratique*, Paris, Aramand Colin.

Giddens A. (1987), *La constitution de la société*, Paris, PUF.

Gillet P. (2006), *L'Efficience des Marchés Financiers*, Paris, Economica.

Ginglinger E. (2005), « Communication financière : quelles sont les pratiques des entreprises ? », *Option finance*, n°829.

Giordano Y. (coord.), (2003), *Conduire un projet de recherche : une perspective qualitative*, Paris, EMS.

Girod-Seville M., Perret V. (1999), « Fondements épistémologiques de la recherche », in Thiétart R.A. (coord.), *Méthodes de recherche en management*, Paris, Dunod.

Gizard B., Deschanel J.-P. (2005), *Déontologie financière*, Paris, Revue Banque Edition.

Glaser B, Strauss A. (1967), *The Discovery of Grounded Theory. Strategies for qualitative research*, Chicago, Aldine Pub.

Gond J.P., Leca B. (2004), « La construction d'une notation sociale des entreprises ou l'histoire d'ARESE », *Sciences de la société*.

Guillaume J.-M. (1998), « L'évolution du marché primaire actions en France et son impact sur l'organisation des banques », *Revue d'économie financière*, n° 47, 59-71.

Godechot O. *et al.* (2000), « Parlons finance », *Politix*, vol. 13, n°52.

Godechot O. *et al.* (2000), « La volatilité des postes. Professionnels des marchés financiers et informatisation », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, Paris, Seuil, n°134, 45-55.

Godechot O. (2001), *Les traders*, Paris, La Découverte.

Godechot O., Fleury C. (2005), « Les nouvelles inégalités dans la banque », *Connaissance de l'emploi*, n°17.

Godechot O. (2006), « Hold-up en finance. Les conditions de possibilité de bonus élevés dans l'industrie financière. », *Revue française de sociologie*, Vol. 47, N°2, 341-371.

Godechot O., Lagneau-Ymonet P. (2007), « D'un rapport salarial à l'autre : les professionnels de la bourse 1970-2000 », Document de Recherche n° 2007-04, Laboratoire des Institutions et Dynamiques Historiques de l'Economie – UMR 8533, Université Paris X –Nanterre.

Gomez P.-Y. (2001), *La république des actionnaires*, Syros, Paris.

Goyette G., Boutin G. (1997), *La recherche qualitative*, De Boeck, Bruxelles.

Graham B., Dodd D. (1951), *Security analysis*, New York, Mc Graw-Hill, 5ème edition, 2005.

Grandin P. (1995), *Production d'informations privées et gestion de portefeuille*, Paris, PUF.

Grandin P. (1997), « Un modèle de prévision du biais de prévision des analystes financiers » (commentaire sous Han, Manry et Shaw), in *Organisation et qualité des marchés financiers*, Paris, PUF, 167-169.

Grandin P., Jacquillat B. (1997), « Mesure de performance des analystes : méthodologie et tests », in *Encyclopédie des Marchés Financiers*, Paris, Economica, 1108-1121.

Groleau C. (2003), « L'observation », in Giordano Y. (coord.), *Conduire un projet de recherche : une perspective qualitative*, Paris, EMS, 211-242.

Grummitt J. (1980), *Interviewing Skills*, London, The Industrial Society.

Guérin G., Wills T. (2003), « La gestion stratégique des ressources humaines : la perspective nord-américaine » in *Encyclopédie des Ressources Humaines*, Paris, Vuibert, 41-52.

Guéry-Stévenot A. (2006), « Conflits entre investisseurs et dirigeants. Une analyse en termes de gouvernance cognitive », *Revue Française de Gestion*, vol.32, N°164.

Guillot-Soullez C. (2004), « Comment mesurer la performance des plans d'options sur actions (stocks-options) ? Les liens inévitables entre le social et le financier. », XVème congrès de l'AGRH -Université du Québec à Montréal, 2663-2685.

H

Han B. H., Manry D. , Shaw W. (1997), « Un modèle de prévision du biais de prévision des analystes financiers », in *Organisation et qualité des marchés financiers*, Paris, PUF, 157-166.

Hatchuel A., Weil B. (1992), *L'Expert et le Système. Gestion des savoirs et métamorphose des acteurs dans l'entreprise industrielle*, Paris, Economica.

Hatchuel A. (2000), « Quel horizon pour les sciences de gestion ? Vers une théorie de l'action collective. » in *Les nouvelles fondations des sciences de gestion*, FNEGE, Vuibert, 1-34.

Healey M.J., Rawlinson M.B. (1994), «Interviewing techniques in business and management research», in Wass V.J. et Wells P.E., *Principles and Practice in Business and Management Research*, Aldershot, Dartmouth.

Herzlich C. (1972), « La représentation sociale », in Moscovici S. (dir.), *Introduction à la psychologie sociale*, Paris, Larousse.

Hilton D.J. (2001), « The psychology of financial decision-making: Applications to trading, dealing and investment analysis», *Journal of Behavioral Finance*, Vol. 1, 37-53.

Hirsch P.M. (1972), « Processing Fads and Fashions: An Organization–Set Analysis of Cultural Industry Systems », *American Journal of Sociology*, Vol. 77, 639–59.

Hirschman A. (1970), *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Harvard University Press.

Hirschman A. (1972), *Face au déclin des entreprises et des institutions*, Paris, Editions Ouvrières.

Hlady Rispal M. (2002), *La méthode des cas. Application à la recherche en gestion*, de Boeck.

Hong, H. et J. Kubik (2003). «Analyzing the analysts: Carrer concerns and biased earnings forecasts», *Journal of Finance,* vol. 58, n°1, 313-351.

Huberman A.M. et Miles B. (1991), *Analyse des données qualitatives : recueil de nouvelles méthodes*, Bruxelles, De Boeck Université, 2ème éd., 2003.

Hughes E.C. (1958), *Men and their work*, Glencoe, Illinois, The Free Press.

J

Jacquillat B., Sollnick B. (1997), *Marchés financiers, Gestion de portefeuille et des risques*, Paris, Dunod.

Jaffré P., Mauduit L. (2002), *Pour et contre les stock-options*, Paris, Grasset.

Jeantin M., Le Cannu P., Granier T. (2005), *Droit commercial, Instruments de paiement et de crédit, Titrisation*, Paris, Dalloz.

Jeffers E., Plihon D. (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance d'entreprise », *Revue d'économie financière*, n° 63, 5-20.

Jensen M., Meckling W. (1976), « Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost, and ownership structure », *Journal of Financial Economic*, 305-360.

Jepperson R.R., Meyer J.W. (1991), « The Public Order and The Construction of Formal Organizations», in Powell W.W. et DiMaggio P.J., *The New Institutionalism in Organizationnal Analysis*, Chicago, The University of Chicago Press, 204-231.

Jodelet D. (1993), « Les représentations sociales. Regard sur la connaissance ordinaire. », *Sciences Humaines*, N°27, avril.

K

Kahneman D., Tversky A. (1973), « On the psychology of prediction », *Psychological Review*, 237-251.

Kahneman D., Tversky A. (1979), « Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk », *Econometrica*, 263-291.

Kaufmann J.C. (2003), *L'entretien compréhensif*, Paris, Nathan Université.

Keynes J.M. (1937), *La Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt, de la monnaie*, Payot.

Kirchhof-Masseron M.-G. (2007), « Le métier d'analyste financier dans les banques, 1960-1980 », colloque *Le salariat bancaire : enjeux sociaux et pratiques de gestion*, 2 février, I.D.H.E., Université Paris X- Nanterre.

Kleiner, T. (2003), « La consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n°146-147, 42-51.

Kuhlman B. (2005), *CFA Fundamentals*, Schweser & Kaplan.

L

Labégorre F. (2005), « L'indépendance des analystes évaluant les candidats à l'introduction en bourse : enquête exploratoire », *La Revue des Sciences de Gestion*, nov.-déc., 49-58.

Lagneau-Ymonet P. (2004), « Les agents de change, sociologie d'une corporation », Mémoire de DEA, Laboratoire de Sciences Sociales ENS-EHESS.

Lantenois C. (2003), « Origines, validité des prescriptions et éléments de critique théoriques de la gouvernance pro-actionnariale », Document de recherche, Centre d'Economie de l'Université Paris Nord (CEPN –CNRS UMR 71-15).

Lavigne S. (2004), *L'industrie des fonds de pension, les Investisseurs Institutionnels américains*, Paris, L'Harmattan.

Le Gall J.-M. (1978), *La liaison emploi-formation-qualification dans les banques*, Thèse de Gestion des Ressources Humaines, Université Paris I-Panthéon-Sorbonne.

Leone, A. J. et J. S. Wu (2002), « What does it take to become a superstar ? Evidence from Institutional Investor rankings of financial analysts», Working paper n°FR 02-12, Simon School of Business, University of Rochester.

Lereboullet J. (2000), « Profession : analyste financier », *Revue d'économie financière*, n° 57, 1-4.

Leroy P.H. (2006), « Le déséquilibre du système financier est à l'origine des excès salariaux des dirigeants », *La Tribune*, 30 juin.

Le Tourneau P. (1971), « Les actions des dirigeants « initiés » des sociétés par actions », *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, 593-598.

Lewin K. (1951), *Field theory in social science; selected theoretical papers*, D. Cartwright (Ed.), New York: Harper & Row.

Lincoln Y.S., Guba E.G. (1985), *Naturalistic inquiry*, Beverly Hill, Sage.

Louart (2003), « Les liens entre modèles et récits », actes du colloque de ISEOR - Université de Lyon 3 : *L'Université citoyenne : progrès, modernisation, exemplarité*, Paris, Economica, 137-144.

M

Martin D. (2005), « L'intérêt des actionnaires se confond-il avec l'intérêt social ? », in *mélanges Schmidt*, Paris, Joly.

Merle P. (2005), *Droit commercial, sociétés commerciales*, Paris, Dalloz.

Millstein Ira M. (1998), « Corporate Governance and Global Markets: The OCDE Business Sector Advisory Group Report », The Metropolitan Corporate Counsel.

Mintzberg H. (1982), *Structure et dynamique des organisations*, Paris, Ed. d'Organisation.

Mintzberg H. (1986), *Le pouvoir dans les organisations*, Paris, Ed. d'Organisation.

Molinier P., Rateau P., Cohen-Scali V. (2002), *Les représentations sociales – Pratique des études de terrain*, Rennes, Presses Universitaires.

Montagne S. (2001), « De la pension governance à la corporate governance : la transmission d'un mode de gouvernement », *Revue d'économie financière*, n°63, mars, 282-289.

Montagne S., Sauviat C. (2001), « L'impact des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises : le cas français », *Travail et emploi*, n°87, juillet, 111-126.

Morin, F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Paris, Les éditions de Bercy, Collection Etudes.

Moscovici S. (1984), *Psychologie sociale*, Paris, PUF.

Moscovici S. (1986), « L'ère des représentations sociales », in *L'étude des représentations sociales*, Doise W., Palmonari A. (ed.), Delachaux et Niestlé.

Mottis N. et Ponssard J-P. (2000), « Création de valeur et politique de rémunération - Enjeux et pratiques», *Gérer et Comprendre*, juin.

Morin, F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Paris, Les éditions de Bercy, Collection Etudes.

Morin, F. (2006), *Le nouveau mur de l'argent : essai sur la finance globalisée*, Paris, Le Seuil.

Muniesa *et al*. (2000), *Marchés financiers*, Hermès Science, Revue Politix , n°52.

Muniesa (2000), « Social studies of finance: a parisian workshop », *Economic Sociology European Electronic Newsletter*, vol. 2, n°1, 21-23.

N

North D.J., Leigh R., Gough J. (1983), «Monitoring industrial change at the local level: some comments on methods and data sources», in Healey M.J. (ed.), *Urban and Regional Industrial Research: the Changing UK Data Base*, Norwich, Geo Books.

O

OCDE (1998), *Le gouvernement d'entreprise : améliorer la compétitivité des entreprises et faciliter leur accès aux marchés mondiaux*, avril.

Ohl D. (2005), *Droit des sociétés cotées*, 2ème éd., Paris, Litec.

Orléan A. (1988) : « L'Auto-référence dans la théorie keynésienne de la spéculation», *Cahiers d'économie politique*, 229-242.

Orléan, A. (1994), *Analyse économique des conventions*, Paris, Odile Jacob.

Orléan, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.

Orléan A. (2001), « Comprendre les foules spéculatives : mimétisme informationnel, autoréférentiel et normatif. », Graverau J., Trauman J. (eds), *Crises financières*, Economica.

Orléan A. (2004), « Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique. », in R. Boyer, Dehove M.et. Plihon D (dir.), *Les crises financières*, Paris, Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française, 241-270.

P

Paillé P. et Mucchielli (2003), *L'analyse qualitative en sciences sociales et humaines*, Paris, Armand Collin.

Paillusseau J. (1995), « Les fondements du droit moderne des sociétés », *Semaine juridique*, édition entreprise, vol. 1, 488-497.

Palpacuer F., Pérez R., Tozanli S., Brabet J. (2006), « Financiarisation et globalisation des stratégies d'entreprise : le cas des multinationales agroalimentaires en Europe », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 9, N°3, septembre, 165-189.

Palpacuer F., Seignour A., Vercher C. (2007), *Sorties de cadre(s) – Le licenciement pour motif personnel instrument de gestion de la firme mondialisée*, Paris, La Découverte.

Pansard F. (2005), «Un examen des politiques de placement des investisseurs institutionnels», Journée d'études du Centre d'Economie de Paris – Nord : Les investisseurs institutionnels : stratégies financières et gouvernance d'entreprise, 25 mars.

Pansard F. (2002), *Les investisseurs institutionnels*, Paris, La Découverte.

Parrat F. (2003), *Le gouvernement d'entreprise*, Paris, Dunod.

Pastré O. (2006), *Les défis de l'industrie bancaire*, Paris, La Documentation Française.

Pelletier, E. et Nahon S. (2002), « Les brokers traditionnels dans la tourmente », Étude du cabinet de conseil Booz Allen Hamilton.

Peltier F. (1997), *Marchés financiers et droit commun*, Paris, Banque Editeur.

Perdreau F. (1998), « Désengagements et recentrage en France : 1986-1992 », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1, N°2, juin 1998, 137-165.

Pérez R., Palpacuer F. (dir.) (2002), *Mutation des modes de gouvernance, dynamique de compétitivité et management stratégique des firmes : Le cas des firmes multinationales alimentaires en Europe* , Paris, Rapport pour le Commissariat général du Plan, 105-130.

Pérez R. (2003), *La gouvernance de l'entreprise*, Paris, La Découverte.

Pettigrew A.M. (1983), «Contextualist Research. A Natural Way to Link Theory and Practice», *Conference on Conducting Research with Theory and Practice in Mind*, Los Angeles, Novembre.

Pettigrew A.M. (1987), « Context and action in the transformation of the firm », *Journal of Management studies,* 24-6, Novembre, 649-670.

Pichault F., Nizet J. (2000), *Les pratiques de gestion des ressources humaines*, Paris, Editions du Seuil.

Pichault F., Nizet J. (2001), *Introduction à la théorie des configurations : du « one best way » à la diversité organisationnelle*, De Boeck Université.

Pichault F. (2003), « Andrew Pettigrew : le cadre d'analyse contextualiste », in *Encyclopédie des Ressources Humaines*, Allouche J. (coord.), Vuibert, Paris, 1753-1768.

Pichault F. (2005), « Le changement peut-il être géré ? », in Gilbert *et al.*, *Organisations et comportements : nouvelles approches, nouveaux enjeux*, Paris, Dunod, 169-192.

Piotet F., Sainsaulieu R. (1981), *Méthodes pour une sociologie de l'entreprise*, Paris, Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques et ANACT.

Plihon D. (dir.) (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, rapport du Commissariat général au Plan, Paris, La documentation française.

Plihon, D. (2003), *Le nouveau capitalisme*, Paris, La Découverte.

Plihon D., Couppey-Soubeyran J., Saïdane D. (2006), *Les banques acteurs de la globalisation financière*, Paris, La Documentation Française.

Pluchart J.-J. (2005), « L'éthique des affaires : portée et limites de l'approche fonctionnaliste : l'étude du cas Enron », *La Revue des Sciences de Gestion*, nov.-déc., n°216, 17-32.

Ponssard, J. P. et D. Plihon, (dir.) (2001), *Les investissements des fonds étrangers dans les entreprises françaises*, Paris, Rapport pour le Ministère de l'Industrie.

Ponssard, J. P. et D. Plihon, (dir.) (2002), *La montée en puissance des fonds d'investissement : Quels enjeux pour les entreprises ?*, Paris, La Documentation Française.

Porter (1986), *L'avantage concurrentiel*, Paris, InterEditions.

R

Rabattu D., Wat F. (2000), « L'évolution de l'analyse financière dans la contrainte européenne », *Revue d'économie financière*, n° 47, 59-71.

Robson C. (1993), *Real World Research: a Resource for Social Scientists and Practitioner-Researchers*, Oxford, Blackwell.

Rogers C.R. (1966), *Le développement de la personne*, Paris, Dunod.

Rogers C.R. (1971), *Liberté pour apprendre ?*, Paris, Dunod.

Royer I., Zarlowski P. (2003), « Le design de la recherche » in *Méthodes de recherche en management*, Thiétart R.A. (coord), Dunod, 139-168.

Reilly F.K. et Brown K.C. (2000), *Investment Analysis and Portfolio Management*, 6ème edition, Dryden.

S

Sainsaulieu R. (1977), *L'identité au travail*, Paris, Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques.

Sainsaulieu R. (1987), « La régulation culturelle des ensembles organisés » in *L'analyse des Organisations, une anthologie sociologique,* Chanlat J.-F. et Séguin F. (coord), Gaëtan Morin Editeur, 435-453.

Sainsaulieu R. (1998), « La construction des identités au travail », *Sciences Humaines*, n°20, mars-avril, 40-43.

Sainsaulieu R. (2003), « L'identité au travail » in *Encyclopédie des Ressources Humaines*, Paris, Vuibert, 686-692.

Sauviat, C. (2003), « Deux professions dans la tourmente : l'audit et l'analyse financière », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n°146-147, 21-42.

Schiller, R. J. (2000), *Irrational exuberance*, New Jersey, Princeton University Press.

Schleifer A., Vishny R.W. (1991), «Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications », *Strategic Management Journal*, Vol. 12, 51-59.

Schleifer, A. (2000), *Inefficient markets - An introduction to behaviorial finance,* Oxford, Oxford University Press.

Schmidt D. (1995), « De l'intérêt social », *Semaine juridique*, édition entreprise, vol 1, 488-494.

Schuler, R. S., Jackson S.E. (1987), «Linking Competitive Strategies with Human Resource Management Practices», *Academy of Management Executive*, vol. 1, 207-219.

Schuler, R. S. (1992), «Strategic Human Resources Management: Linking the People with the Strategic Needs of the Business», *Organizational Dynamics*, vol. 21, no 1, 18-32.

Scott R.W. (2001), Institutions and Organizations, Sage, 2ème édition.

Séroussi R. (2003), *Introduction aux droits anglais et américain*, Paris, Dunod.

Sharpe W. A. G., Bailley J., (1999), *Investments*, Prenctice Hall, New Jersey.

Shleifer A., Vishny R.W. (1991), « Takeovers in the '60 and the '80: Evidence and Implications », *Strategic Management Journal*, Vol.12, 51-59.

Spitéri P. (2000), Préface aux actes des XVème journées des IAE : Gestion et Droit, Paris, Dalloz.

Sranon-Boiteau C. (1998), *De l'utilisation de l'information comptable par les analystes financiers français*, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris 9.

Stake R.E. (2005), « Case studies », in *Hanbook of Qualitative Research*, Denzin N.K. et Lincoln Y.S. (éd.), Sage.

T

Tadjeddine Y. (2000), « Modèles fondamentaliste, stratégique, conventionnaliste : une typologie de la décision spéculative»**,** Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Ecole Polytechnique, Paris.

Tadjeddine Y. (2004), « Les gérants d'actifs en action : l'importance des conventions dans la décision financière », in *L'économie des conventions, méthodes et résultats, tome 2 Développements*, Eymard-Duvernay F. (dir.), La Découverte.

Tchemeni E. (1991), *Les prévisions de résultat des entreprises cotées par les dirigeants et les analystes financiers : analyse et comparaison*, Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Lille 2.

Tétreau E. (2005), *Analyste. Au cœur de la folie financière*, Paris, Grasset.

Teyssié B. (2004), « L'intérêt de l'entreprise, aspects de droit du travail », *Recueil Dalloz*, 1680-1685.

Thaler R.H. (1993), *Advances in Behavioural Finance*, Russel Sage Foundation, New-York.

Thévenet M. (1992), « Gestion de carrière, système de représentation et implication des cadres », *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, n°2, 28-42.

Thévenot, L. (1985), « Les investissements de forme », in *Conventions économiques*, Paris, Puf.

Thiétart, R.A. (2003), *Méthodes de recherche en management*, Paris, Dunod.

Tomasi M. (2002), *La concurrence sur les marchés financiers, aspects juridiques*, Paris, LGDJ.

Torrington D. (1991), *Management Face to Face*, Londres, Prentice Hall.

Torre-Schaub (2002), *Essai sur la construction juridique de la catégorie de marché*, Paris, LGDJ.

Trabal P. (2005), « Le logiciel Prospéro à l'épreuve d'un corpus de résumés sociologiques », *Bulletin de Méthodologie Sociologique*, N°85, janvier, 10-43.

U

Useem M. (1996), *Investor Capitalism: How money managers are changing the face of corporate America*, BasicBooks.

V

Valette, J.-P. (2005), *Droit de la régulation des marchés financiers*, Paris, Gualino.

Valuet, J.-P. (1996), « Fonds de pension américains : incidence de leur politique d'actionnariat sur les sociétés françaises », *Joly Bourse*, n° 1, 5-8.

Van Loye G., Fontowicz L. (2004), «La crédibilité des producteurs d'information : le cas des analystes financiers», *Revue Française de Gestion*, n°151, juillet-août.

de Vauplane H., Bornet J.-F. (2001), *Droit des marchés financiers*, Paris, Litec.

Vercher C., Brabet J., Benchemam F. (2004), «De l'évaluation des analystes et des gérants à l'évaluation des actifs», XVème Congrès de l'AGRH, Montréal, 2723-2744.

Verdier E. (1980), « Traits spécifiques de l'informatisation du travail bancaire », *Cahiers d'Economie Politique*, n°12, juillet-septembre.

Vernimmen P. (2005), *Finance d'entreprise*, Paris, Dalloz.

Vezinat N. (2007), « Le conseiller financier de La Banque Postale : une professionnalisation entre ruptures et continuités ? », Document de Recherche n° 2007-04, Laboratoire des Institutions et Dynamiques Historiques de l'Economie – UMR 8533, Université Paris X – Nanterre.

Vidal D. (1992), *Grands arrêts du droit des affaires*, Paris, Sirey.

Vieille, J. N. (2002), « L'analyste financier, un bouc émissaire facile ? », *Analyse Financière*, n°4, 16-18.

Vitols S. (2001), « Varieties of corporate governance: Comparing Germany and the UK » in Hall P. et Soskice D. (ed.), *Varieties of capitalism, The Institutional Foundations of Comparative* Advantage, 337-360.

W

Wacheux F. (1996), *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*, Economica.

de Waël J.-G. (2001), « Aujourd'hui, plus qu'hier et bien moins que demain », *Analyse Financière*, N°2.

Weisbach M.S., Hermalin B.E. (1991), «The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance», *Financial Management*, Vol. 20, No. 4, 101-112.

Weisbach M.S. (1999), «Outside Directors and CEO Turnover», in *The Economics of Executive Compensation*, Hallock K. and Murphy K. (ed.), Edward Elgar Publishing, 347-376.

Weiss D. (1973), *Economie industrielle*, Paris, Sirey.

Weiss D. (1983), *Les relations du travail*, Paris, Dunod.

Welch, I. (2000), «Herding among security analysts», *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n°3, 369-396.

White G.I., Sondhi A.C. et Fried D. (1998), *The Analysis and Use of Financial Statements*, 2ème édition, Wiley.

Winter J. (dir.) (2002), *Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés*, Groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés, Bruxelles, novembre.

Y

Yaacoub C.A. (2006), *La finance comportementale et l'investisseur libanais*, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris 11.

Z

Zuckerman E.W. (1999), «The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount», *American Journal of Sociology*, Vol.104, N° 5, mars, 1398–1438.

Zuckerman E.W. (2000), «Focusing the Corporate Product: Securities Analysts and De-diversification», *Administrative Science Quarterly*, septembre.

Annexes

N°1 : Table des schémas et tableaux
N°2 : Méls de demande d'entretien et de communication de résultats
N°3 : Exemples d'arbres thématiques
N°4 : Résultats d'Alceste

Annexe 1 : Table des schémas et tableaux

Schémas

Figure 1 : le design général de la recherche 15
Figure 2 : Encours gérés par les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les OPCVM 24
Figure 3 : Les relations entre épargnants et gestionnaires des fonds de pension 33
Figure 4 : Analystes et Gérants au sein des prestaires de service d'investissement 39
Figure 5 : Les métiers principaux des banques multi-capacitaires ou universelles (*integrate banks*) 44
Figure 6 : Le processus de sélection des brokers par les investisseurs 51
Figure 7 : Le modèle *shareholder* 80
Figure 8 : Le modèle *stakeholder* 80
Figure 9 : Le modèle juridique français de gouvernance des sociétés cotées : le glissement progressif vers un modèle d'agence 92
Figure 10 : Les trois temps des stratégies des firmes à travers les travaux des consultants 95
Figure 11 : Chaîne informationnelle et contrôle du processus d'investissement par les « *big five* » 112
Figure 12 : règles juridiques applicables aux analystes financiers et à leur employeur 120
Figure 13 : L'adoption par les banques d'investissement françaises 149
Figure 14 : L'analyste financier et son insertion dans le champ de l'industrie de l'investissement institutionnel 153
Figure 15 : les activités du centre opérationnel et de la logistique 234
Figure 16 : Le système d'action Analystes/Vendeurs 257
Figure 17 : Les modèles d'analystes financiers 279
Figure 18 : Le lien modes de gestion – représentations – productions des analystes financiers 296

Tableaux

Tableau 1 : Evolution de la capitalisation boursière des principales places internationales 24
Tableau 2 : Les principales modalités de la gestion d'actifs 26
Tableau 3 : L'activité des investisseurs institutionnels 29
Tableau 4 : La dualité des mécanismes de contrôle selon la théorie de l'agence 83
Tableau 5 : Modèle LME versus CME (d'après Lantenois, 2003 et Vitols, 2001) 85
Tableau 6 : Le « modèle Enron » (Pluchart, 2005) 111
Tableau 7 : les informations relatives aux modes de gestion dans la littérature 159
Tableau 8 : Synthèse de la littérature Marchés financiers, industrie de l'investissement institutionnelle, analystes financiers 162
Tableau 9 : Les trois paradigmes de recherche en sciences de gestion 181
Tableau 10 : Les étapes de l'étude empirique 184
Tableau 11 : Echantillonnage entretiens exploratoires 189
Tableau 12 : Echantillonnage entretiens exploratoires 190
Tableau 13 : Echantillonnage des entretiens de la phase intensive 192
Tableau 14 : Répartition de l'échantillonnage en fonction des structures 193
Tableau 15 : la grille CORE comme instrument d'analyse des modes de gestion et de leur influence perçue ... 194
Tableau 16 : Guide d'entretien de la phase exploratoire (gérants et analystes financiers) 196
Tableau 17 : Les questions du guide d'entretien et ses liens avec les questions de recherche et l'analyse des modes de gestion 198
Tableau 18 : Mise en place des codes explicatifs émergents après réduction des groupes 208
Tableau 19 : Généralisation des thèmes à l'ensemble des verbatim 209
Tableau 20 : Les nouvelles stratégies des entreprises de *brokerage* 230

Annexe 2 : Mél de demande d'entretien analyste

Cher Monsieur,

Enseignant chercheur, je prépare une thèse de doctorat en sciences de gestion sur le métier d'analyste financier.

Spécialiste de la gestion des ressources humaines, je souhaite identifier les pratiques de recrutement, de formation, de gestion des carrières de ces professionnels qui ont fait l'objet de peu de publications académiques.

Je souhaiterais ainsi pouvoir vous rencontrer pour une petite interview d'une durée d'environ 1 h, totalement anonyme, pour connaître la perception que vous avez de votre métier. Vos créneaux horaires seront les miens.

Merci d'avance pour votre aide.

Bien cordialement,

Faycel Benchemam
Université Paris XII
Institut de Recherche en Gestion
Tél. : 06.62.77.45.15.

Annexe 2 : Mél de communication de résultats

Bonjour

Vous aviez participé à une interview sur la découverte du métier d'analyste financier et je vous en remercie.

Je reviens vers vous pour vous transmettre mon dernier papier relatif à la rémunération des analystes financiers dans une perspective historique.

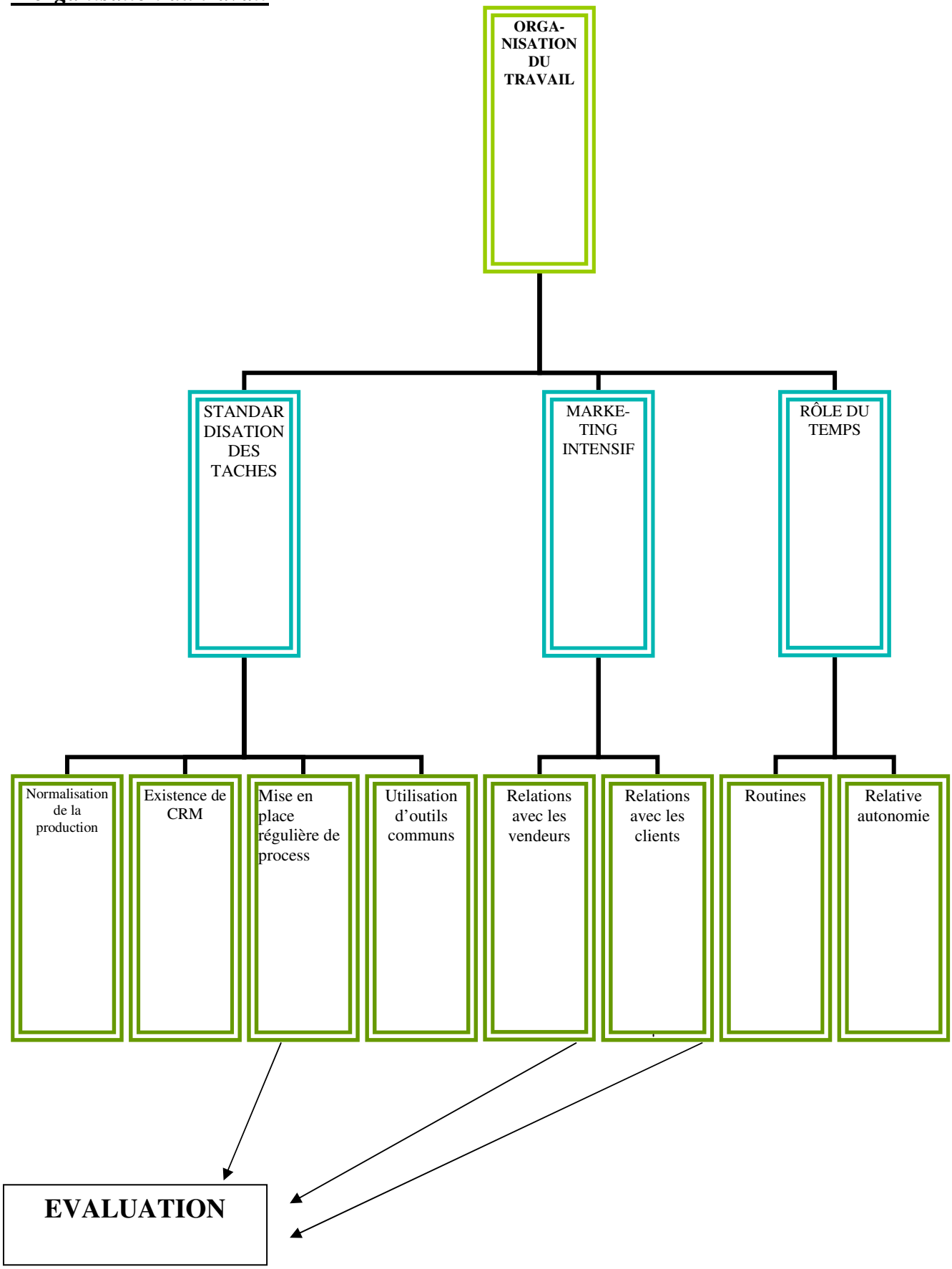
Je soutiendrai bientôt ma thèse qui reprend (de façon anonyme bien entendu) votre interview ainsi que ceux de vos confrères. Je ne manquerai pas de vous envoyer ce travail.

Très cordialement,

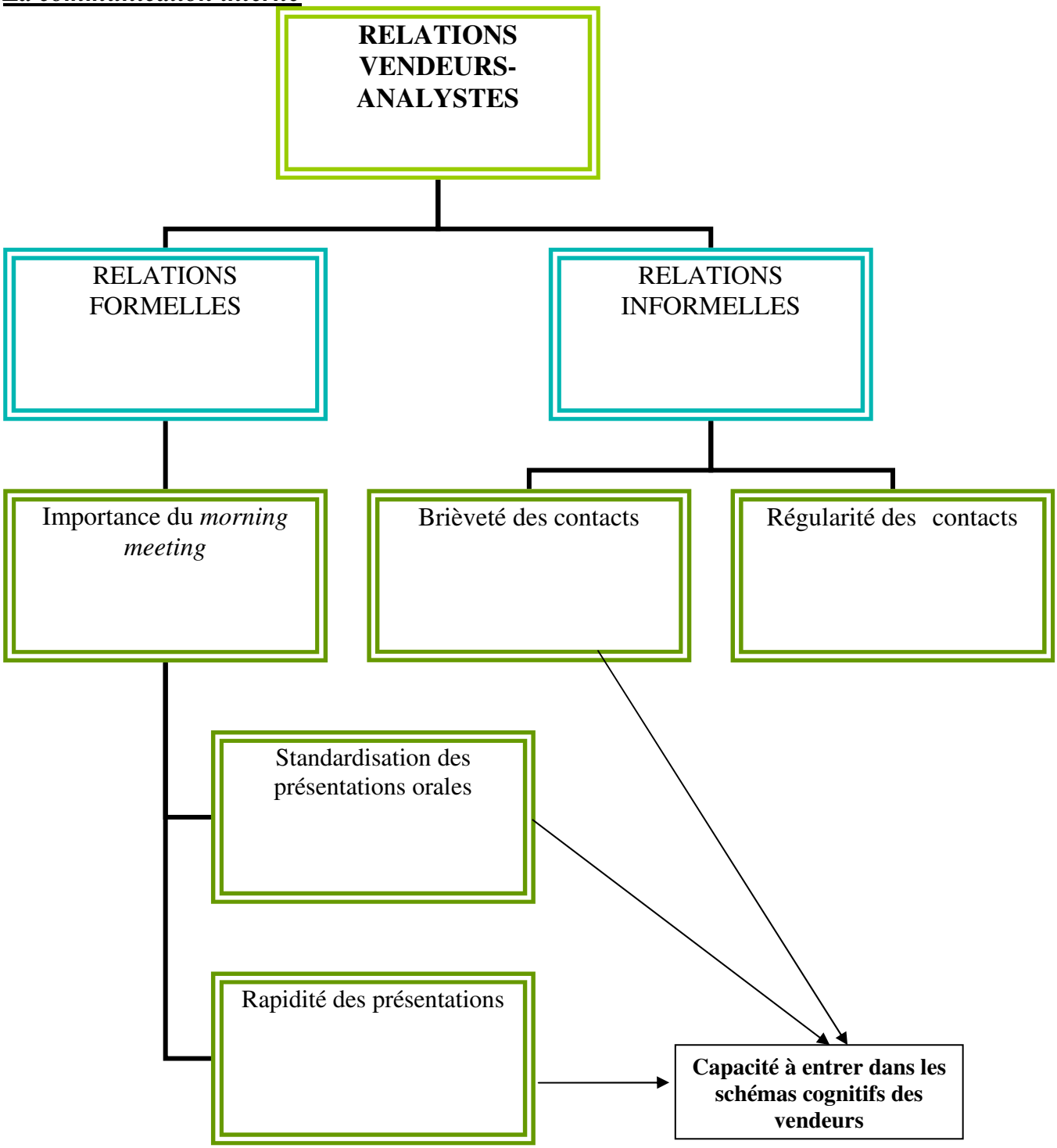
Faycel Benchemam
Université Paris XII
Institut de Recherche en Gestion
Tél. : 06.62.77.45.15.

Annexe 3 : Exemples d'arbres thématiques

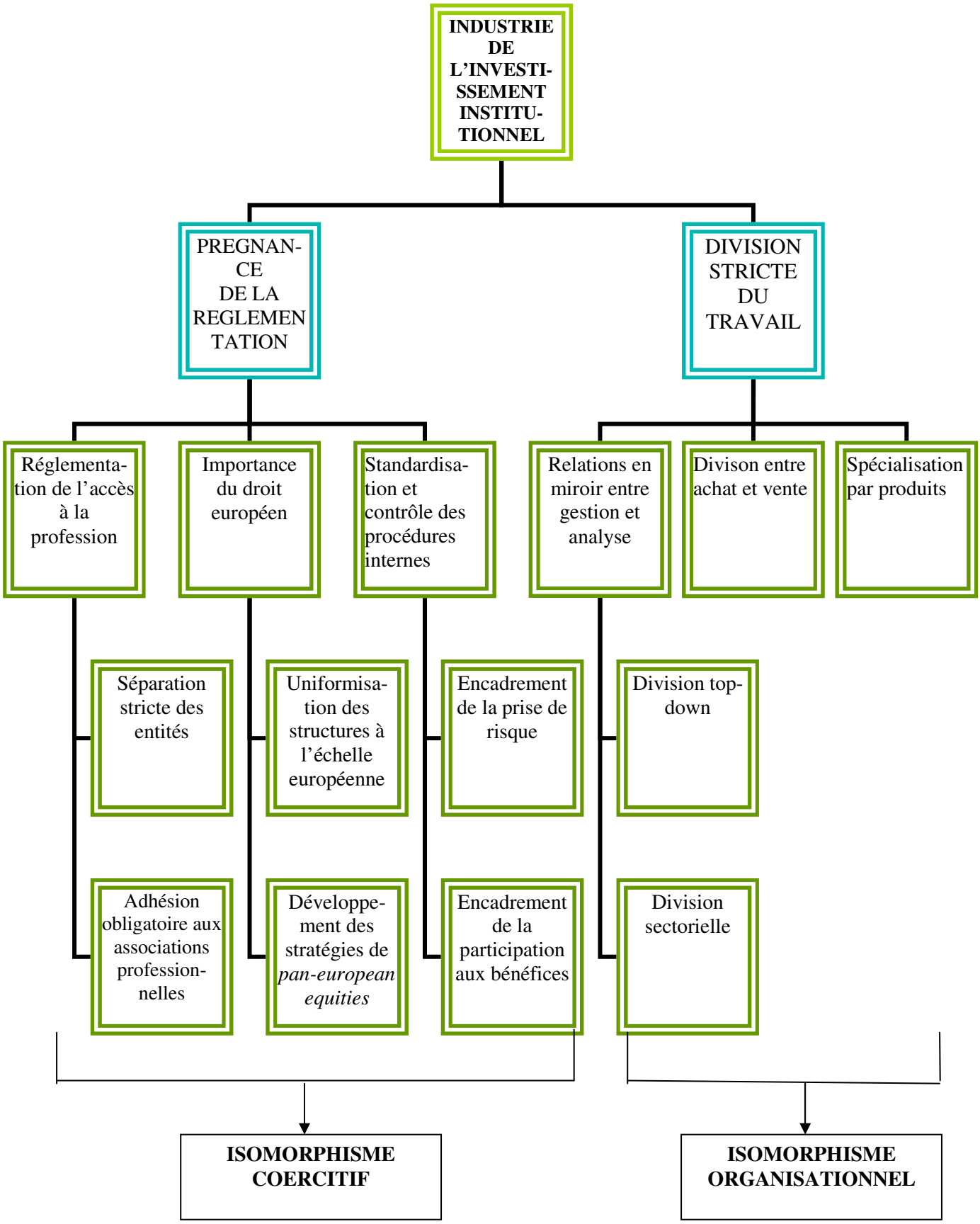
L'organisation du travail



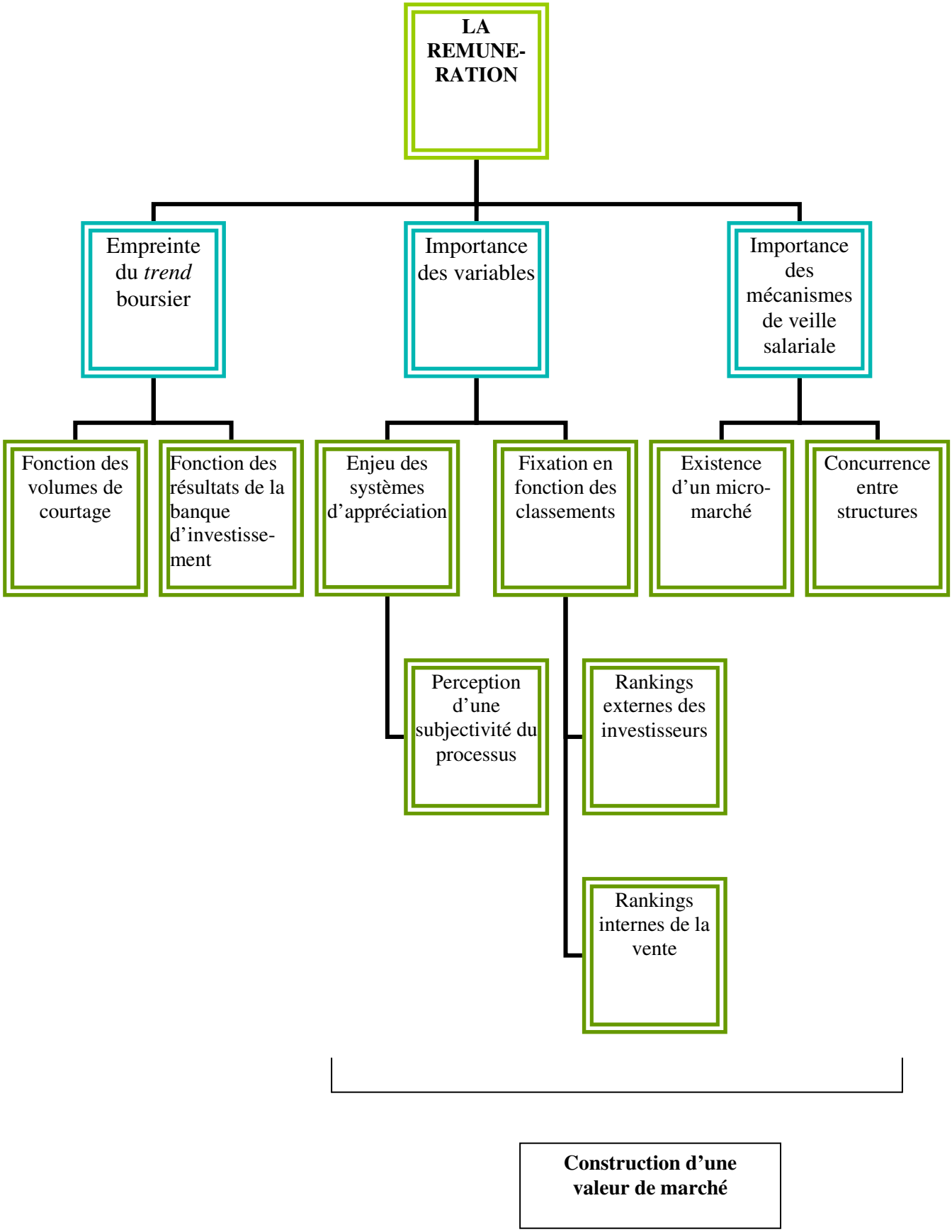
La communication interne



L'organisation de l'industrie de l'investissement institutionnel



La rémunération des analystes



Annexe 4 : Résultats d'Alceste

Présentation

Six variables signalétiques ont été mises en œuvre :

Salariés :
AF *sell-side* : **`*métier_ass`**
AF *buy-side* : **`*métier_abs`**
Gestionnaire de fonds :**`*métier_gf`**

Sexe : **`*sexe_fem`**
Ancienneté : **`*age_junior`** **`*age_senior`**

Structures :
Sociétés de gestion indépendantes : **`*structure_sogeind`**
Banques multicapacitaires :**`*structure_banque`**

Alceste est un logiciel d'Analyse de Données Textuelles. L'objectif est de quantifier un texte pour en extraire les structures signifiantes les plus fortes. Après avoir analysé le vocabulaire et procédé au découpage du texte, ALCESTE entre dans la phase de classification, afin de repérer les oppositions les plus fortes entre les mots et d'extraire des classes d'énoncés.

Le logiciel procède dans un premier temps à un découpage du texte en « Unités de Contexte Elémentaires » (UCE), c'est-à-dire des phrases de blocs de texte de longueur standard ; il procède ensuite à leur « lemmatisation » (réduction à la racine pour les noms, substitution de l'infinitif aux formes conjuguées pour les verbes, etc.). On obtient finalement un ensemble de 911 formes réduites sur lesquelles porte l'analyse. Ces formes réduites sont caractérisées par une clé de classement dans un registre qui distingue grosso modo ***des éléments de lexique*** (adjectifs et adverbes, couleurs, mois/jours, époques/mesures, familles, lieux/pays, interjections, nombres, mots en majuscule, noms, verbes, prénoms) et des ***mots outils*** qui permettent de caractériser les modes d'énonciation à l'œuvre dans le corpus (verbes modaux, marqueurs de relation spatiale, de relation temporelle, d'intensité, de la personne, démonstratifs, auxiliaires être et avoir).

Alceste procède alors à une opération de regroupement des UCE par classes présentant ***de fortes proximités de lexique et d'outillage rhétorique***. Les classes obtenues par cette méthode sont donc caractérisées par ***un vocabulaire spécifique*** ainsi que par une série de modalités des variables d'analyse qui apparaissent comme les plus liées à ce vocabulaire. Pour chaque item (forme réduite ou modalité d'une variable d'analyse), il est possible de connaître le degré de son association à la classe au moyen d'une mesure de Khi2. Ainsi, cette analyse offre pour chacune des classes les mots et les phrases les plus significatifs (le calcul de khi2 mesurant l'importance des liens, + le Khi2 est élevé, + le mot contribue fortement à la classe) en faisant ressortir ***les mots caractéristiques de la classe***.

Ex. : Pour la classe 1, les mots significatifs sont : **gestion, fond, gérant, risque, contrainte, contrôle, benchmark, allocation**

Pour la classe 2 : **carrière, changer, envie, argent, vraiment, moyen**

Pour la classe 3 : **bonus, fixe, variable, année, rémunérer, primes, objectifs, performance**

Pour la classe 4 : **européen, professionnel, organisation, structure, textes, institution**

Pour la classe 5 : **secteur, buy, sell, client, idée, vendeur, qualité, communiquer, marketing**

Ensuite, ALCESTE procède à une analyse tri croisé avec les variables (métier, sexe, structure etc…) Cette analyse consiste à croiser le texte avec des variables signalétiques.

Ex. : Pour la classe 1, la variable « ***métier_gf** » présente un Khi2 de 176, 73 ; on en déduit que les mots caractéristiques de cette classe sont très fortement employés dans le discours des gestionnaires de fond. Idem pour la classe 5 avec la variable « ***métier_ass** »

Résultats

CLASSE N°1
(24,1 % des UCE)

VARIABLES DE LA CLASSE N°1

Identification	u.c.e total classées	u.c.e. dans la classe	Khi2
***métier_gf**	512	209	**176.73**
***structure_sogeind**	222	95	**55.77**
***sexe_fem**	155	64	**30.02**
***age_junior**	464	140	**18.78**

FORMES REPRESENTATIVES DE LA CLASSE N°1

Khi2	u.c.e. dans la classe	Formes réduites	Formes complètes
113.96	98	**gestion<**	gestion(122) gestionnaire(13) gestionnaires(7) gestions(3)
83.89	37	**risque+**	risque(28) risquee(2) risques(13)
66.88	42	**fond+**	fond(6) fonds(50)
46.77	23	**portefeuille+**	portefeuille(24) portefeuilles(7)
38.89	15	**alternat<**	alternatif(2) alternative(15)
35.01	11	**allocat+ion**	allocation(8) allocations(4)
35.01	11	**control+er**	controle(10) controler(2)
32.07	36	**act+ion**	actif(3) actifs(11) action(3)

			actions(20)
			active(2)
			activite(5)
			activites(1)
28.91	15	**benchmark+**	benchmark(15)
			benchmarke(2)
			benchmarkee(2)
			benchmarkees(1)
			benchmarkes(2)
			be
28.77	54	**ger+ant**	gerant(48)
			gerants(21)
27.13	10	**contrainte+**	contrainte(1)
			contraintes(13)
26.60	31	**prendre.**	prenaient(1)
			prend(5)
			prendre(14)
			prends(4)
			prenez(2)
			prenne(1)
			prennent(1)
26.36	11	**traditionn+el**	traditionnel(4)
			traditionnelle(8)
			traditionnels(1)
23.97	9	**titre+**	titre(4)
			titres(6)
23.97	9	**rendement+**	rendement(8)
			rendements(1)

SEGMENTS REPETES DE LA CLASSE N°1

Fréquences	Segments Répétés
25	vous avez
14	en fait
14	je ai
13	on aller.
13	par-rapport a
10	qui sont
10	en terme+
10	chez nous
9	on a
9	et donc
9	a faire.
9	gestion< alternat<
9	valeur+ ajout+er
8	tout monde+
8	qui aller.

<u>Interprétation :</u>
On peut voir le sens suivant pour la classe 1 : allocation du portefeuille - prise de risques (*les contraintes fortes du métier de gérant*). Les modes d'énonciation caractéristiques sont : « par rapport à », « tout le monde », « chez nous »→ comparaison des gérants et mimétisme

CLASSE N°2
(18,8 % des U.C.E.)

VARIABLES DE LA CLASSE N°2

Identification	u.c.e total classées	u.c.e. dans la classe	Khi2
*sexe_fem	155	51	24.41
*métier_gf	512	112	7.30
*age_junior	464	99	4.04
*structure_sogeind	222	49	2.09

FORMES REPRESENTATIVES DE LA CLASSE N°2

Khi2	u.c.e. dans la classe	Formes réduites	Formes complètes
41.77	12	carriere+	carriere(15)
			carrieres(1)
37.06	16	chang+er	change(4)
			changer(14)
			changerai(1)
33.63	9	envi+e	envie(11)
30.53	18	vraiment	vraiment(20)
30.51	7	norma+l	normalement(5)
			normalite(1)
			normaux(1)
28.64	15	moyen+	moyen(5)
			moyenne(5)
			moyennes(3)
			moyens(3)
26.12	6	stage+	stage(6)
			stages(1)
24.99	7	tort+	tort(9)
22.04	13	argent	argent(16)
22.01	9	pa+yer	pay(1)
			paye(5)
			payee(1)
			payer(2)
			payes(1)
21.25	8	fort+	forte(5)
			fortes(2)
			forts(1)
20.75	7	dirigeant+	dirigeant(6)
			dirigeants(3)
20.24	13	responsa<	responsabilise(1)
			responsabilite(3)
			responsabilites(2)
			responsable(6)
			responsa
17.38	4	interim	interim(4)
17.38	4	embauch+er	embauche(4)

SEGMENTS REPETES DE LA CLASSE N°2

Fréquences	Segments Répétés
28	je ai
13	ils ont
12	tout monde+
12	je ne
11	il falloir.

9	on a
9	il ne y a pas
8	en fait
8	et puis
7	c'-est pas
6	en france
6	chez nous
6	pas bien
5	qui est
5	on est

Interprétation :
On peut voir le sens suivant pour la classe 2 : *La carrière*.

CLASSE N°3
(8,6 % des UCE)

VARIABLES DE LA CLASSE N°3

Identification	u.c.e total classées	u.c.e. dans la classe	Khi2
*métier_gf	512	60	14.10
*structure_sogeind	222	27	4.65
*age_junior	464	47	2.70

FORMES REPRESENTATIVES DE LA CLASSE N°3

Khi2	u.c.e. dans la classe	Formes réduites	Formes complètes
206.92	23	bonus	bonus(28)
145.17	18	fixe+	fixe(13) fixes(7)
124.51	16	varia+ble	variabilite(1) variable(11) variables(8)
100.41	22	annee+	annee(30) annees(8)
84.39	12	salaire+	salaire(13) salaires(1)
73.20	14	remunerat+ion	remuneration(13) remunerations(3)
61.46	9	frai+14	frais(12)
45.12	6	annu+el	annuel(2) annuelle(2) annuelles(1) annuels(1)
42.77	5	depass+er	depasse(3) depasser(1) depassez(1)
42.57	4	prelev+er	preleve(1) prelever(4) prelevera(1)
38.86	6	prime+	prime(6) primes(1)
35.93	13	objectif+	objectif(4) objectifs(16)
35.31	5	remuner+er	remunere(3) remunerer(2)

32.98	19	perform+ant	performance(18) performances(5) performant(1) performante(1)
31.89	3	formule+	formule(3)

SEGMENTS REPETES DE LA CLASSE N°3

Fréquences	Segments Répétés
12	frai+14 gestion<
9	qui est
9	je ai
7	on a
6	chez nous
5	et puis
5	societe+ gestion<
4	qu+ on
4	ce ne est pas
4	vous avez
4	il est
4	sur perform+ant
4	annee+ et
3	qu+ il-y-a<
3	qu+ il

Interprétation :
On peut voir le sens suivant pour la classe 3 : ***la rémunération.***

CLASSE N°4
(6,6 % des UCE)

VARIABLES DE LA CLASSE N°4

Identification	u.c.e total classées	u.c.e. dans la classe	Khi2
*age_senior	452	48	20.97
*métier_abs	129	19	15.08
*structure_banque	648	57	14.43
*sexe_masc	761	58	5.19

FORMES REPRESENTATIVES DE LA CLASSE N°4

Khi2	u.c.e. dans la classe	Formes réduites	Formes complètes
153.36	11	europeen+	europeen(3) europeenne(9) europeens(1)
109.87	13	bourse+	bourse(16) bourses(1)
97.77	12	organis+er	organisant(1) organise(4) organisee(1)

			organisent(1)
			organiser(5)
			organises(
69.25	5	**intermedi+**	intermediation(4)
			intermedie(1)
69.25	5	**degre+**	degre(1)
			degres(4)
69.25	5	**strict+**	strict(2)
			stricte(1)
			strictement(1)
			strictes(1)
69.13	8	**professionn+el**	professionnel(2)
			professionnelle(4)
			professionnelles(1)
			professionnels(2)
68.48	9	**profession+**	profession(7)
			professions(3)
62.69	8	**organisat+ion**	organisation(7)
			organisations(1)
56.85	12	**structure+**	structure(10)
			structures(4)
56.11	5	**institution+**	institution(2)
			institutions(3)
55.34	4	**emplo+yer**	emploie(3)
			emploient(1)
55.34	4	**texte+**	textes(6)
55.34	4	**divers+**	divers(4)
51.68	6	**reglement+er**	reglemente(2)
			reglementent(1)
			reglementer(1)
			reglementes(2)

SEGMENTS REPETES DE LA CLASSE N°4

Fréquences	Segments Répétés
17	analyste+ financier+
10	societe+ bourse+
9	qui sont
9	en france
8	qui est
7	on a
7	vous avez
7	nous avons
6	qui a
6	sur marche+
5	et puis
5	gestion< fond+
4	qui ont
4	ce sont
4	je ai

<u>Interprétation :</u>
On peut voir le sens suivant pour la classe 4 : ***la réglementation, l'organisation de la profession***

CLASSE N°5
(41,7 % des UCE)

VARIABLES DE LA CLASSE N°5

Identification	u.c.e total classées	u.c.e. dans la classe	Khi2
*métier_ass	275	210	194.19
*sexe_masc	761	359	55.38
*structure_banque	648	311	36.05
*age_senior	452	218	15.64
*métier_abs	129	68	7.49

FORMES REPRESENTATIVES DE LA CLASSE N°5

Khi2	u.c.e. dans la classe	Formes réduites	Formes complètes
121.45	162	analyste+	analyste(116) analystes(101)
58.90	59	analyse+	analyse(51) analyses(19)
56.61	41	side	side(56)
44.13	44	secteur+	secteur(42) secteurs(9)
40.38	28	buy	buy(30)
34.11	26	sell	sell(29)
32.50	73	financier+	financier(35) financiere(33) financierement(1) financieres(4) financiers(23)
32.38	74	client+	client(30) clients(64)
28.61	28	idee+	idee(15) idees(19)
25.67	18	vendeur+	vendeur(9) vendeurs(15)
23.88	21	qualite+	qualite(21) qualites(3)
21.32	15	communiqu+er	communique(6) communiquent(1) communiquer(9)
21.03	19	marketing	marketing(23)
18.43	13	industri<	industrialisation(1) industrie(3) industriel(3) industrielle(6) industriels(1)
18.14	15	boursier+	boursier(7) boursiere(6) boursieres(1) boursiers(2)

SEGMENTS REPETES DE LA CLASSE N°5

Fréquences	Segments Répétés
33	analyste+ financier+
30	qui sont
29	on a
27	sell side
23	il falloir.
21	qu+ on
19	analyse+ financier+
16	qui est
16	on est
16	vous avez
15	buy side
14	je ai
13	ce sont
12	en fait
12	ce ne est pas

Interprétation :
On peut voir le sens suivant pour la classe 5 : ***le rôle de l'analyste financier, sa relation au client***