Les Mondes de la finance. Outils d'analyse et logiques d'investissement

Pierre De Larminat

▶ **To cite this version:**

Pierre De Larminat. Les Mondes de la finance. Outils d'analyse et logiques d'investissement. Colloque AFFI, May 2009, Brest, France. hal-00440512

HAL Id: hal-00440512
https://hal.science/hal-00440512

Submitted on 11 Dec 2009

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

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

Les mondes de la finance.
Outils d'analyse et logiques d'investissement

Proposition de communication pour la conférence internationale de l'AFFI (13-15 mai 2009) à Brest.

Pierre de Larminat

Doctorant – Allocataire moniteur.
Univ. de Reims Champagne-Ardennes & Centre Maurice Halbwachs (ENS-EHESS)

Courriel : pierre.de.larminat@ens.fr
Page perso : http://www.cmh.ens.fr/hopmembres/ficheperso.php?&id=351&id_rub=7

Résumé :

Exploitant les résultats d'une enquête ethnographique d'une société de multigestion, cette communication souhaite contribuer à une sociologie du calcul financier. Elle entend montrer que la rationalité financière gagne à être pensée à partir des modes de raisonnement effectivement menés par les acteurs qui pratiquent des activités financières, et non pas comme une entité logique transcendantale. Elle s'attache aux agents de rationalisation des processus de (multi-) gestion d'actifs et porte une attention particulière aux outils avec lesquels travaillent les analystes-multigérants pour choisir les fonds qu'ils intégreront à leurs portefeuilles. Ces éléments structurent la perception que les acteurs ont du monde de la gestion et construisent un ordre rationnel dans lequel se déploie l'activité. Mais ils n'empêchent pas les acteurs d'élaborer à leur tour des instruments symboliques avec lesquels donner sens à leur action. Au contraire, les artefacts matériels ou immatériels (supports d'écriture et formules de calcul par exemple) sont la trace d'une action humaine structurante autant qu'ils la structurent à leur tour. Résultant d'efforts destinés à dégager un profit monétaire dans un univers concurrentiel, les régimes de rationalité qui les accompagnent sont solidaires de pratiques de gestion qui sont elles-mêmes en affinité avec les positions qu'occupent les acteurs dans ce sous-espace de l'industrie financière.

Introduction :

Accusations d'irrationalité en finance :

En érigeant en principe la rationalité de l'*homo œconomicus* pour se demander ensuite quel est le comportement optimal que doit adopter un acteur qui agit ainsi, la plupart des travaux qui s'attaquent à la question de la rationalité en finance finissent par opposer les investisseurs rationnels et les spéculateurs irrationnels dont le comportement naïf perturbe – bruite – les cours et corrompt l'information que sont censé contenir les prix. Effectivement, négliger les logiques des acteurs, qui ont souvent de bonnes raisons d'agir comme ils le font, conduit à

conclure qu'ils agissent ainsi parce qu'ils sont fous. Au contraire, Howard Becker (2002) conseille aux sociologues de se garder de croire que les acteurs sont irrationnels. Il est plus heuristique de reconnaître qu'on souffre d'un déficit de connaissances relatives à certains comportements et au sens que leur donnent les acteurs.

Conséquence de l'ethnocentrisme rationaliste en finance :

Eric Brian et Christian Walter (2008) montrent que la folie dont sont accusés certains spéculateurs est bien une conséquence des catégories inappropriées avec lesquelles les théoriciens de la finance pensent la rationalité et l'organisation des marchés financiers. En outre, ces catégories sont solidaires d'outils mathématiques et statistiques utilisés pour modéliser les marchés. Selon Brian, Walter et les auteurs qui s'inscrivent dans cette perspective, les fondations gaussiennes des modélisations classiques des marchés financiers contraignent ceux qui les emploient à ne considérer les bulles et les krachs que comme des phénomènes marginaux, et à envisager le risque comme une cascade de résidus. Voilà qui invite à étudier le rapport qu'entretiennent avec la rationalité les outils cognitifs que manipulent les acteurs de la finance.

Prendre le calcul financier pour objet sociologique :

De fait, les activités de la finance ordinaire, c'est-à-dire celles par lesquelles on vise un profit en investissant sur les marchés financiers, sont un domaine privilégié pour étudier la rationalité. La finance contemporaine, et la gestion de portefeuilles notamment, ont pour particularité d'être des univers de travail dans lesquels le calcul occupe une place importante, même si la prégnance de cette forme de raisonnement n'est pas aussi évidente en toute occasion. Bien que tous n'aient pas à réaliser individuellement et sans arrêt des opérations de calcul, le travail des gérants d'actifs se déploie dans un réseau d'agents qui mettent en œuvre des procédures soutenues par de telles opérations. Il est donc légitime de prendre le calcul financier pour objet sociologique et de montrer comment le calcul participe d'un effort de compréhension du monde et de justification des décisions. Ce sera l'occasion de mettre en évidence un certain nombre de dispositifs de rationalisation, de décision et de représentation du monde en général.

Les outils cognitifs :

Ces objets, sont très variés. Nous les appellerons *outils cognitifs* lorsqu'ils sont simples et qu'on s'intéresse à leur influence sur les raisonnements, ou *instruments symboliques* lorsqu'ils sont plus complexes et qu'on veut insister sur un effort de représentation de la réalité. Nous désignons ainsi non seulement les objets mathématiques, les outils de calcul et les concepts mais aussi l'ensemble des artefacts qui contribuent à structurer les représentations du monde. Les documents écrits, en tant que tels, sont des outils cognitifs dans la mesure où ils permettent la juxtaposition spatiale, et que, comme l'a montré Jack Goody (1979), la constitution de listes et de tableaux favorise le développement de la critique et oriente les manières de raisonner dans le sens d'une accumulation du savoir. Dans le domaine de la finance, les écrans d'ordinateur (Knorr-Cettina et Brueger, 2003), les systèmes d'information et les programmes de cotation (Muniesa, 2000, 2003) appartiennent au groupe des outils cognitifs : ils peuplent un univers structurant dans lequel pensent et agissent les acteurs financiers. Par exemple, c'est grâce à l'introduction d'outils comme le *ticker* qu'a pu se développer l'idée selon laquelle les cours boursiers véhiculent de l'information (Preda, 2003).

Des travaux pour étudier la rationalité financière :

Le programme de recherche dans lequel s'inscrit le présent exposé se développe depuis une dizaine d'années dans le cadre de ce qu'on appelle les études sociales de la finance. On regroupe sous cette appellation un certain nombre de travaux non exclusivement sociologiques, anthropologiques, économiques ou historiques qui ont en commun de fournir un éclairage pluri-disciplinaire sur les phénomènes financiers, et qui insistent notamment sur les formes empiriques de rationalité. Ainsi, pour n'en citer que quelques uns, Olivier Godechot (2000, 2001) a-t-il montré que les raisonnements adoptés par les travailleurs des salles de marché pour réaliser un profit pour leur entreprise résultaient d'une actualisation stratégique de dispositions acquises. Yamina Tadjeddine (2000, 2008) et André Orléan (1999) ont expliqué quels sont les logiques qui sous-tendent différentes stratégies d'investissement rationnelles en finalité (fondamentale, stratégique, conventionnelle). Alors que Vincent-Antonin Lépinay et Fabrice Rousseau (2000) ont réévalué les accusations d'irrationalité portées contre les investisseurs amateurs qui investissent directement sur les marchés financiers grâce à des sites Internet spécialisés, Jean-

Pierre Hassoun (2000a, 2000b) a exploré des pratiques professionnelles apparemment irrationnelles mais dont les effets sont fonctionnels sur les marchés à la criée du Matif et du Monep. Daniel Beunza et David Starck (2003) ont montré comment les dispositifs organisant le travail dans les salles de marché permettent aux arbitragistes de réaliser des profits que n'auraient pu réaliser des acteurs certes rationnels mais isolés. Ezra Zuckermann (2004) explique certains mouvements de prix sur les marchés d'actions par les interactions entre les catégories utiliser pour classer les entreprises et la division sociale du travail d'analyse financière. Enfin, Donald Mac Kenzie (2006) a cherché à comprendre les mécanismes de performativité des théories financières.

Outils de gestion et pratiques financières :

C'est à une étude des relations qu'entretiennent les pratiques de la finance avec les outils cognitifs qu'invite le présent exposé. Nous nous intéresserons à des outils de gestion de portefeuille, en particulier à des outils d'analyse et d'évaluation de fonds. Nous étudierons ces traces matérielles comme autant d'indices des actions sociales effectuées dans les sociétés de gestion d'actifs. Comment les acteurs de la gestion interagissent-ils avec les instruments symboliques qui les entourent ? Nous nous efforcerons de montrer qu'ils sont solidaires de manières de pratiquer la gestion et nous chercherons comment ils informent et convainquent les acteurs impliqués dans la gestion.

Plan de la communication :

(*i*) Dans une première partie, je présenterai le terrain où j'ai travaillé et la méthodologie utilisée pour produire les résultats que j'expose. (*ii*) En deuxième lieu, je décrirai les outils utilisés par les multigérants étudiés et comment ces instruments construisent un ordre rationnel dans lequel se déploie l'activité des analystes-gérants. Nous étudierons la manière dont les gérants résolvent la question « qu'est-ce qu'un bon gérant de portefeuille ? » quand ils analysent des fonds sous-jacents aux fonds de fonds qu'ils constituent. (*iii*) Dans un troisième et dernier temps, je m'efforcerai de montrer que des régimes de rationalité sont associés aux outils de gestion, que ces outils se révèlent donc solidaires de pratiques financières que déploient des acteurs placés dans des situations différentes.

I. Ethnographie d'une petite société de multigestion d'actifs

Gestion de portefeuille et multigestion :

Conséquence de ses origines mixtes qui marient la banque privée, cet ensemble de services très personnalisés de conseil ou de passation d'ordres pour le compte de clients fortunés, l'investissement de l'épargne collectée par les réseaux bancaires et la fructification des réserves des compagnies d'assurance, la gestion de portefeuille recouvre des réalités très diverses. Une partie du travail de gestion de portefeuille s'est institutionnalisée sous la forme des sociétés de gestion de portefeuille, agréées par l'Autorité des marchés financiers (AMF)[1]. La gestion d'actifs s'inscrit dans un système de relations industrielles complexe qu'il n'y a pas lieu de décrire ici. On peut dire qu'il s'agit d'un service qui permet à des personnes particulières ou morales disposant de capitaux importants de déléguer à des spécialistes le soin de gérer leurs investissements financiers. Au lieu de proposer à leurs clients d'investir dans des titres vifs, les multigérants utilisent les capitaux qui leur sont confiés pour souscrire à des parts de fonds communs de placement (FCP) qui sont déjà gérés par d'autres gestionnaires. Ils constituent ce qu'on appelle des fonds de fonds. Etudier le travail de multigérants fournit un point de vue intéressant sur l'industrie de la gestion d'actifs car leur métier nécessite qu'ils évaluent l'activité des autres gérants. Cette position les conduit à expliciter les rationalités sous-jacentes à l'activité de gestion.

Type d'enquête et de matériau :

Le matériau empirique sur lequel s'appuie la communication provient d'une enquête de terrain qui a duré un peu plus de deux mois, de février à avril 2008. Il se compose de notes relatant des observations directes d'interactions entre personnes, de discours recueillis sur le vif, notamment lors de discussions informelles, ou transcris après des entretiens enregistrés. Les analyses s'appuient aussi sur des artefacts récoltés ou étudiés sur place : documents imprimés, espaces aménagés, machines informatiques, etc. L'enquête a comporté deux phases. La première correspond à une période de présence ethnographique soutenue, qui a pris la forme d'un stage de cinq semaines chez *Prémices Gestion*. Ma présence sur ce terrain a

[1] La professionnalisation de la gestion d'actifs a été étudiée par Thibaut Kleiner (2003)

été plus épisodique lors de la deuxième phase. Pendant un mois après le stage, je me suis rendu une à deux fois par semaine chez *Prémices Gestion* au fur et à mesure que je rencontrais la dirigeante et les salariés de cette société pour recueillir leur témoignage au cours d'entretiens semi-directifs et enregistrés.

Présentation de la société :

Comme les deux tiers des sociétés de gestion de portefeuille agréées par l'AMF en 2007, *Prémices Gestion* gère moins de 500 millions d'euros et emploie moins de vingt personnes. Cette petite société qui gère 150 millions d'euros et emploie dix travailleurs, est une émanation récente de la société *Prémices*, dont elle est filiale à 100%. *Prémices* commercialise des produits de gestion déléguée sous forme de mandats de gestion ou de fonds communs de placement qui s'adressent à des « *investisseurs haut de gamme* », particuliers fortunés et structures montées pour gérer en commun un patrimoine familial. Elle s'appuie sur un réseau de conseillers en gestion de patrimoine (CGP) constitué de salariés et de personnes ou de sociétés indépendantes (CGPI). Autrefois département de distribution d'une banque d'affaires britannique réputée, cette structure a fini, après une succession de rachats, par devenir une société à part entière. Désormais, les deux tiers de son capital sont contrôlés par un groupe bancaire français de première importance, le *GBF*, le dernier tiers étant au mains de six actionnaires, qui occupent tous des postes de direction dans *Prémices*. *Prémices Gestion* ne gère qu'une partie des produits distribués par sa maison mère, les produits de multigestion. Hébergée dans les locaux de *Prémices*, *Prémices Gestion* n'est pas séparée de la maison mère et doit être comprise comme une unité organisationnelle à l'intérieur d'un ensemble plus vaste. Elle a été créée par détachement de certains individus de leur poste antérieur puis étoffée par des embauches extérieures. En pratique, les frontières entre la maison mère et sa filiale sont poreuses : des salariés des deux sociétés travaillent au même *desk* ; des salariés de *Prémices* figurent sur l'organigramme de *Prémices Gestion* ; certains salariés de *Prémices Gestion* ont des activités qui concernent l'ensemble du réseau de *Prémices*. Ainsi, c'est l'unité formée par l'espace habituel de travail qui est la plus pertinente pour délimiter les frontières de *Prémices Gestion*. Ses travailleurs occupent deux pièces au deuxième étage d'un immeuble du second arrondissement de Paris. L'équipe de gestion travaille au *front office* autour d'un *desk* circulaire dans une pièce d'angle, largement ouverte sur une

pièce deux fois plus grande où travaillent le *middle office*, la directrice et son assistante, et des développeurs informatiques.

Situation d'enquête :

Les modalités de ma présence étaient celles d'un sociologue embarqué. Grâce à une relation personnelle, j'ai pu entrer en contact avec le responsable Recherche et méthodes de *Prémices Gestion* et obtenir un statut d'observateur semi-participant. Officiellement stagiaire d'analyse qualitative au *front office*, condition pour accéder aux bureaux de la société, j'étais déchargé d'obligations de coopération aux activités professionnelles de ses travailleurs. J'étais libre néanmoins d'observer ce qui se passait au *front office* ou lors des différents comités auxquels participent les analystes-gérants. J'avais en outre la permission d'accompagner les analystes-gérants lors des rendez-vous qu'ils fixaient avec les gérants des fonds dans lesquels ils avaient investi, ou envisageait d'investir des capitaux. La condition était qu'on ne fût pas trop nombreux, c'est-à-dire que nous ne fussions au total pas plus de six à nous réunir et pas plus de trois à venir de *Prémices Gestion*. Les analystes-gérants me présentaient alors sans plus de précision comme un stagiaire et j'agissais comme tel. Pour me trouver une occupation et une utilité, il m'était demandé de rédiger des comptes-rendus des réunions internes ou externes auxquelles j'assistais, afin de connaître « *le point de vue d'extérieur à la finance* » sur les activités de la société. J'ai aussi transcrit les enregistrements de séances de séminaires sur la gestion organisés par *Prémices Gestion*. Ces activités avaient l'intérêt appréciable de me donner accès à l'ensemble des activités des membres du *front office* en tant que tel et de me laisser une certaine liberté pour noter mes observations.

II. Des outils structurant un ordre rationnel dans lequel se déploie l'activité d'analyse :

1. Le travail des (multi-) gérants : rebalancer, analyser, promouvoir :

Introduction au travail des gérants de portefeuille :

En quoi consiste empiriquement le travail des gérants de portefeuilles ? Il est possible de dire que le quotidien des multigérants et des gérants rencontrés au cours de l'enquête de terrain est fait de trois types d'activités. Rechercher des actifs à intégrer dans les portefeuilles, gérer ces portefeuilles et promouvoir leur gestion,

c'est-à-dire expliquer, vanter et défendre les choix qu'ils ont fait dans le cadre des deux premières activités. Il est vrai que le terme de gestion de portefeuille recouvre des réalités parfois très différentes et que nous n'avons à ce stade de nos recherches pas encore de vision d'ensemble de cette profession. Par exemple, l'un des gérants rencontrés déléguait le travail de gestion à un logiciel programmé par ses soins et se consacrait en dehors de son activité de promotion à des travaux de recherche sur le fonctionnement des marchés financiers afin d'améliorer la programmation du logiciel. Tous les gérants n'apprécient pas également ces tâches. Les multigérants de *Prémices Gestion* se plaignaient de la charge « *marketing* » qui pesaient sur eux. Parmi les activités mentionnées, notre propos concerne les raisonnements que font des gérants particuliers, des multigérants, dans leurs activités de gestion et d'analyse.

Un portefeuille est une liste :

Pour les personnes qui participent à l'industrie financière, un portefeuille de valeurs mobilières est un objet abstrait qui renvoie aux actifs détenus par un investisseur. Il s'agit de la liste des actifs que cet investisseur possède en plus ou moins grandes quantités. Dans cette perspective, ce qui distingue un gérant direct ou gérant de titres vifs, d'un multigérant ou gérant de fonds de fonds, est que les portefeuilles du gérant direct sont composés d'actions, d'obligations ou de produits financiers dérivés de ces actifs (options par exemple) tandis que les portefeuilles d'un multigérant sont composés de parts souscrites dans des fonds qui sont eux-mêmes les portefeuilles de titres vifs d'un gérant direct. La condition qui permet la réduction d'un portefeuille à une liste d'actifs est une division sociale du travail financier qui épargne aux gérants et aux travailleurs du *front office* d'avoir à réaliser effectivement les transactions qu'ils concluent (Godechot, 2001). Grâce à cette division du travail et aux dispositifs organisant les transactions (Muniesa, 2003), les actifs que les gérants achètent et qu'ils vendent leur apparaissent détachés de leurs autres appartenances sociales et peuvent être réduits à des « lignes » et le portefeuille à un « modèle ». Comme cela, le gérant d'un fonds possédant des actions de quatre-vingt sociétés japonaises peut dire qu'il a quatre-vingt lignes en portefeuille. De même les multigérants de *Prémices Gestion* peuvent-ils ne s'occuper que de leurs portefeuilles modèles tandis que l'achat effectif des titres et leur inscription aux comptes des clients est l'affaire du *middle office*. Dans le cas de la

multigestion, les lignes ne représentent ni des participations au capital de sociétés ni des titres de dettes mais des souscriptions de parts dans d'autres fonds, qu'on appelle fonds sous-jacents au fonds de fonds.

Un portefeuille est un équilibre :

Les professionnels de la finance partagent avec des individus appartenant à d'autres groupes sociaux la perception des portefeuilles comme des listes. Toutefois, ce qui est spécifique aux acteurs financiers, c'est de considérer qu'un portefeuille est moins une liste qu'un tout équilibré dont on connaît la valeur totale et la proportion que chaque type d'actif prend dans cette valeur totale. Dans les mots de Harry Markowitz, « *a good portfolio is more than a long list of good stocks and bonds. It is a balanced whole, providing the investor with protections and opportunities with respect to a wide range of contingencies* » (Markowitz, 1959, p.3). Ce qui caractérise un portefeuille, c'est sa valeur globale et sa structure de répartition. C'est à un tel objet que s'appliquent les raisonnements des gérants.

Gérer un portefeuille, c'est rebalancer un système de masses :

Au quotidien, les gérants cherchent dans un portefeuille à tirer un gain monétaire sous la forme de plus-values entre l'achat et la vente de produits financiers. Ils s'intéressent à la rentabilité de ce portefeuille, c'est-à-dire à l'évolution relative de sa valeur entre deux dates données. Cette évolution dépend en proportion de celle de la valeur de chaque élément du portefeuille. C'est donc en fonction de la structure de répartition des titres dans le portefeuille, en fonction du poids relatif de ces titres que varie sa rentabilité. L'intention à laquelle est ordonnée la gestion du portefeuille modifie la manière dont il se manifeste : un tableau associant des noms de produits à des séries de chiffres. On n'y trouve que des pourcentages. Les uns correspondent au « poids » d'une ligne dans la structure du portefeuille, les autres à la rentabilité de cette ligne. Puisque la représentation financière ordinaire des portefeuilles en fait des systèmes de masses en équilibre, gérer un portefeuille consiste à créer et supprimer des lignes ou à modifier le poids des lignes existantes afin que l'ensemble profite de la rentabilité de certains actifs financiers dans des proportions plus ou moins importantes. En conséquence, les gérants qui modifient la composition des portefeuilles qui leur sont confiés disent qu'ils les « rebalancent ». Lorsque les multigérants de *Prémices Gestion* prennent

une décision de rebalancement, ils envoient au *middle office* l'ordre de faire le nécessaire pour que, par exemple, le passage de telle ligne de 5% à 7,5% du modèle soit répercuté de manière identique dans tous les comptes alignés sur ce modèle.

2. Des outils pour objectiver des objets ambigus :

L'analyse de fonds. Question univoque appliquée à des objets ambigus :

La fonction manifeste des gérants d'actifs est de fournir à leurs clients une rentabilité financière. Depuis les travaux de Markowitz (1952, 1959) et de William Sharpe (1966), ils tiennent compte de certaines contraintes comme le risque financier, associé à la volatilité des rendements (Walter, 1996). C'est ainsi que les gérants sont entrés dans un rapport d'optimisation du couple rentabilité-risque. Celui-ci est déterminé dans le cadre de la relation commerciale, en fonction des caractéristiques des clients, notamment leur position dans un cycle de vie, leur âge, leur patrimoine et les buts affectés à leurs investissements. La question que se posent les gérants est donc univoque : comment obtenir des plus-values de manière plus ou moins régulière ? Cette question univoque est appliquée par les multigérants à des objets ambigus : les fonds.

Des fondamentalistes du second degré :

A la suite des économistes de l'école conventionnaliste, on distingue trois sources de rationalité où puisent les spéculateurs (au sens neutre de Nicolas Kaldor, 1939). Ce sont les rationalités fondamentaliste, stratégique et conventionnelle (voir Tadjeddine, 2008 et Orléan, 1999). Les multigérants de *Prémices Gestion*, qui n'interviennent pas directement sur les marchés, font principalement preuve d'un fondamentalisme du second degré. Cela ne signifie pas que l'équipe privilégie des fonds qui appliqueraient une stratégie fondamentaliste mais plutôt qu'elle adopte sur les fonds sous-jacents à ses portefeuilles un point de vue objectiviste qu'on peut rapprocher du fondamentalisme des opérateurs agissant directement sur les marchés. De même que les fondamentalistes recherchent dans les propriétés dites réelles des actifs les raisons d'escompter un flux de revenus, et donc d'apprécier ces actifs, les multigérants de *Prémices Gestion* recherchent parmi les propriétés intrinsèques des fonds des raisons d'y souscrire ou non. Comme l'explique un document méthodologique de la société, ils recherchent les « bons gérants », ceux

qui se sont montrés capables de saisir les occasions de gains, d'écarter les pertes et qui sont susceptibles de continuer à faire de même.

Objectiver des objets ambigus pour fonder une espérance raisonnable :

Rapporté à son objectif manifeste, le travail des (multi-)gérants est simple : obtenir le meilleur rendement possible dans les meilleures conditions de risque. Pourtant, quand il est mené dans une perspective fondamentaliste, ce travail est comparable à celui des commissaires-priseurs. Organisateurs de ventes publiques, ceux-ci doivent être capables d'apprécier correctement des objets, car l'organisation institutionnelle des ventes est telle qu'il est dans leur intérêt de ne proposer une évaluation ni trop élevée ni trop basse par rapport au prix de vente effectif. Or ces objets ne sont pas considérés de la même manière par les différentes personnes qui entrent en contact avec eux. Les commissaires-priseurs cherchent donc à rapporter des objets ambigus à la dimension unique qu'est leur prix et leur travail consiste à dégager d'un objet des particularités qui prennent de la valeur lorsqu'il est mis en présence des personnes qui les recherchent. Il leur faut donc reconnaître les formes qui justifient de placer tel objet dans tel « espace de circulation » (Bessy, 2003). Or les fonds sont aussi des objets ambigus que j'ai vu apprécier sous bien des aspects : portefeuille opaque géré par un gérant dont les choix judicieux constituent sa « valeur ajoutée de gérant », panier d'actifs dont la composition évolue, méthode de sélection de titres, couple rendement/risque. Donc, quand ils analysent des fonds, les multigérants cherchent aussi à rendre manifestes des caractéristiques relatives à la manière dont ils sont gérés afin de justifier les choix qu'ils font de les intégrer ou non à leurs portefeuilles. Ce sont ces propriétés qui les fondent à croire raisonnablement que, les fonds reproduiront leurs performances passées ou que l'évolution future de leur valeur liquidative s'écartera de ce qu'elle a pu être auparavant. Les analystes-gérants font reposer leurs espérances sur l'interprétation d'événements économiques dont ils ont connaissance par différentes sources d'information. La caractérisation et l'évaluation des fonds sous-jacents occupe donc une place centrale du travail de constitution des portefeuilles gérés par *Prémices Gestion*. C'est pourquoi les gérants procèdent à l'élaboration de fiches d'analyses révélant les propriétés objectives des fonds : analyse de l'historique de leurs valeurs liquidatives, de leur processus d'investissement et des méthodes de contrôle des

risques. Ils lisent, ils discutent entre eux et avec leurs partenaires commerciaux et ils rassemblent des données économiques.

Des outils de gestion objectivistes :

Ce sont les outils de gestion qu'utilise l'équipe de gestion qui révèlent sa perspective objectiviste. (*i*) Les analystes-gérants lisent des documents qui les renseignent sur le contexte dans lequel opèrent les fonds sous-jacents. Il s'agit d'études macroéconomiques à l'échelle mondiale, régionale ou nationale ou d'études portant sur la conjoncture des marchés. Imprimés ou numériques, de longueur variable, ces documents proviennent des départements de recherche de différentes institutions financières (banques centrales, sociétés financières d'envergure, agences de notation) qui se livrent une compétition de prestige grâce à la publication de telles analyses (Pradier, 2006). Présentant l'information par le biais de divers instruments symboliques qui en préfigurent déjà l'interprétation, ils livrent des clefs de compréhension des marchés. Aux analystes-gérants de les adopter ou d'en discuter la validité s'ils font l'effort de leur opposer d'autres modes de présentation des événements. (*ii*) Les analystes-gérants reçoivent également des documents d'information commerciale spécifiques aux fonds dans lesquels ils ont investis ou qu'ils suivent. Appelés *reportings*, ces textes proviennent des sociétés qui les gèrent. Extrêmement codifiés, ils délivrent une information sibylline en combinant une brève description du contexte de marché, un résumé du comportement des portefeuilles gérés et la mise en avant d'une décision justifiée par un argument lapidaire. Néanmoins, une connaissance approfondie du comportement du fonds, de la société qui émet le *reportings* et des conditions dans lesquelles exerce le gérant permet aux analystes-gérants d'en tirer des signaux d'alarme ou de confirmer des craintes apparues en examinant le comportement de la valeur liquidative du fonds. (*iii*) Car les analystes-gérants utilisent aussi des bases de données en ligne payantes, disponibles *via* des ordinateurs dotés de terminaux spécifiques. Ils ont ainsi accès à des listes de produits financiers, indices et valeurs cotées, à leurs cours, à des indicateurs économiques et à leur évolution passée. Surtout, ils trouvent sur ces bases l'évolution historique des valeurs liquidatives des fonds et peuvent ainsi les compiler, les traiter et les analyser statistiquement. (*iv*) Enfin, les analystes-gérants rencontrent les gérants, au téléphone ou en face à face, afin de se faire expliquer la manière dont ils gèrent les fonds qui leur sont confiés. Au cours de ces interactions,

et après, les analystes-gérants déploient les mêmes facultés d'interprétation que quand ils lisent les *reportings* pour comprendre le processus qui conduit à la construction des portefeuilles.

3. Structuration de l'entendement financier par les outils de gestion :

Une activité sociale :

Les analystes-gérants ne peuvent prendre une décision sans ordonner ces événements et ces discours et sans les réduire en autant de caractéristiques pertinentes pour la recherche d'une rentabilité financière. Ces opérations de réduction de l'ambiguïté se déploient dans un espace social. L'activité d'interprétation et de calcul financier est distribuée dans une société qui ne se réduit pas aux analystes-gérants. Il faut tenir compte de l'organisation de leurs interactions les uns avec les autres, les connaissances dont ils disposent et qu'ils partagent, les micro-ordinateurs qu'ils manipulent et les logiciels qu'ils font fonctionner dessus. Les raisonnements des multigérants sont canalisés par des relations interpersonnelles et par le recours à des instruments symboliques. Cette société leur permet de reconnaître des opportunités de profits par la combinaison de fonds dans un même portefeuille.

Les fiches fonds : des outils pour la gestion :

Les principaux outils de l'équipe de gestion sont ses « fiches fonds ». Elles sont constituées de trois documents, la « fiche quali », la « fiche quanti » et l'avis. La fiche quanti décrit par des caractéristiques probabilistes la trajectoire passée de la valeur liquidative du fonds étudié. Ces indicateurs statistiques, caractéristiques des quatre premiers moments de la série des valeurs liquidatives du fonds, sont combinés avec une analyse des plus fortes baisses et avec des mesures d'indépendance par rapport à l'évolution d'un portefeuille de référence. Ils sont représentés par des tableaux de pourcentages, accompagnés pour la plupart par des représentations graphiques. Les fiches quali et l'avis sont des documents multidimensionnels. Ils combinent des éléments quantitatifs qui concernent la composition du fonds et qui synthétisent l'étude statistique de l'évolution de la valeur liquidative avec des informations décrivant l'activité de gestion et des informations relatives à l'environnement organisationnel du fonds. Grâce à une procédure

d'agrégation des multiples dimensions, un avis final est constitué pour prendre des décisions.

Des outils structurants :

Les données que contiennent les fiches d'analyse sont arrangées par les bases que remplissent les analystes dans des logiciels tableurs et qui génèrent automatiquement les fiches *via* des liens entre fichiers informatiques. Pour produire des fiches, les analystes sont forcés d'entrer dans le cadre qu'elles imposent. Ces matrices génératrices constituent au sens propre une grille de lecture pour les informations collectées. N'ayant pas comparé les notes que les analystes prennent dans leur carnet pendant les rendez-vous avec ce qu'ils écrivent finalement dans cette grille, je ne sais pas à quel point celle-ci transforme le matériau qu'ils rapportent quotidiennement ni quel effort il font pour modeler ce matériau de sorte qu'il corresponde aux catégories de compréhension de l' « univers de gestion » que leur imposent les matrices. Même si nous pouvions constater qu'ils savent aujourd'hui retenir uniquement ce qui entre parfaitement dans ces catégories, il est probable qu'ils aient acquis cette compétence au moins en partie sur le tas. Dans ce cas, il est également probable que ce soit l'usage de la grille d'analyse qui leur ait appris à modifier leur pratique de l'entretien avec les gérants sous-jacents. Le fait que les membres de l'équipe de gestion travaillent tous à la réalisation de fiches d'analyse contribue à leur apprendre une manière d'analyser les fonds et les entraîne à reconnaître certaines formes particulières et à se représenter le monde selon ces formes. De sorte que lors des entretiens avec les gérants sous-jacents, les multigérants ne posent que des questions dont les réponses sont aisément catégorisables. De même, ils ont appris à ne retenir que ce qui entre parfaitement dans ces catégories.

Inadéquation entre les structures mentales et les structures objectives :

Voici ce qui arrive à un agent dont les structures mentales n'ont pas été socialisées aux outils d'analyse des multigérants. Au retour des rendez-vous auxquels j'accompagnais les analystes-gérants, je rédigeais également de petites fiches dans lesquelles j'en rendais compte. Pour ces comptes-rendus, je tâchais autant que possible de reprendre les catégories des fiches d'analyse. En revanche, lors des rendez-vous, je notais ce que j'entendais de manière désordonnée. C'est-à-

dire que je cherchais à retenir autant d'informations saillantes de mon point de vue qu'il m'était possible d'en remarquer. J'ai donc fait l'expérience de nombreux déchets qu'il m'a fallu laisser de côté pour les comptes-rendus, car il n'existait pas de case pour ces données dans les tableurs générateurs des fiches. En outre, si j'avais dû rédiger une véritable fiche fonds, j'aurais dû laisser bien des cases vides dans la matrice, faute d'avoir pu relever les informations nécessaires lors de l'entretien. Les catégories des analystes gérants n'étaient pas les miennes. « *Extérieur à la finance* », selon l'expression consacrée pour parler de moi, j'étais surtout extérieur au travail des analystes-gérants et aux catégories de l'entendement des multigérants.

Fonctions de filtre et d'appel :

La matrice génératrice des fiches n'est pas qu'un filtre qui trie les informations pertinentes et exclut les déchets. Son usage influence aussi les recherches menées[2]. A force d'accompagner les analystes en rendez-vous, il m'apparut qu'ils posent systématiquement la question du contrôle des risques et des moyens mis en œuvre pour mesurer les risques encourus et pour y remédier. Lors des entretiens suivants, j'attendais alors, sans être déçu, que la question fût posée. Certes, les analystes sont des professionnels avertis et ils ont certainement conscience que les investissements financiers sont risqués et que le risque associé à un portefeuille est une composante essentielle de ce portefeuille. Toutefois il est probable que ce soit plutôt la présence d'une rubrique dédiée et intitulée « pilotage du risque » qui explique l'occurrence systématique de cette question lors des rendez-vous. En effet, la question du contrôle des risques ne figure pas dans les fiches utilisées chez *LFAM*, une autre société de multigestion dont nous reparlerons plus bas, et je n'ai entendu aucune des deux personnes que j'ai rencontrées dans cette société me dire expressément qu'elles s'intéressent à cet aspect de la gestion. Inscrire une rubrique supplémentaire dans la grille d'analyse a sans doute un effet d'appel pour la production de connaissances correspondantes.

Institutionnaliser une méthode d'analyse :

Les fiches fonds constituent un support privilégié pour la mémoire collective de l'équipe de gestion bien qu'il en existe d'autres, complémentaires ou concurrents. Elles sont plus stables que les discussions entre les membres de l'équipe de gestion

[2] Cf. Goody, 1979.

lorsqu'ils sortent des entretiens avec les gérants ou qu'ils en font le bilan au déjeuner ou de retour au *desk*. Ecrites sur un modèle commun, elles sont mieux partagées que les carnets dans lesquels les analysent griffonnent des notes à usage personnel et qu'ils conservent sur un coin de bureau ou dans un tiroir. Elles sont mieux organisées que ces carnets où les informations sont stockées chronologiquement : leur cadre d'analyse a fait l'objet d'une réflexion engageant la société nouvellement créée et chaque nouveau venu doit l'apprendre. Chacun sait s'y repérer et quoi y trouver. Elles sont plus accessibles car chacun peut les consulter sur son micro-ordinateur. Le plus haut degré d'institutionnalisation des matrices génératrices de fiches d'analyse leur confère une plus grande efficacité dans la manière dont elles peuvent influencer les représentations des analystes-gérants relatives aux fonds qu'ils étudient. Les bases génératrices de fiches révèlent les catégories avec lesquelles pense l'équipe de gestion autant qu'elles pérennisent le fait qu'on s'y réfère. Elles construisent à leur image la mémoire de l'équipe de gestion. Elles institutionnalisent une manière d'analyser les fonds, un certain rapport au monde financier qu'elles ancrent dans la mémoire collective à chaque fois qu'une nouvelle fiche est produite selon le modèle qu'elles fournissent[3].

III. Un conflit qui révèle l'opposition entre deux régimes rationnels de pratiques financières :

Situations d'exception et rationalisation :

Dans un contexte routinier, les acteurs sociaux ne prennent la peine d'expliciter ni ce qu'ils font ni pourquoi ils agissent ainsi. En revanche, ils peuvent être placés dans des situations exceptionnelles qui les inclinent à verbaliser ou à expliciter sous une autre forme leurs principes d'action et de compréhension du monde, afin de s'assurer de la justesse de leur action et d'en établir la légitimité. De telles situations permettent de saisir les logiques de l'action et les raisonnements que font les acteurs pour adapter leur action aux circonstances.

[3] Il ne faudrait pas croire que le déterminisme soit unilatéral. Les outils de gestion orientent l'action et permettent aux acteurs de se reposer sur des routines de toute sorte. Mais ils ont eux-mêmes été construits, parfois – mais pas nécessairement – dans le but qu'ils exercent l'action qu'ils exercent effectivement. Si les actions passées laissent des traces structurantes, il n'échappera pas que les acteurs sociaux sont à l'origine de nombreux changements de leurs conditions d'existence et d'interrelation les uns avec les autres. La place manque ici pour étudier les processus d'élaboration d'instruments symboliques. Dans ces processus, qui tiennent parfois du bricolage, l'inventivité symbolique des acteurs joue un rôle important. On en traitera autre part.

Situation d'exception 1 : naissance :

La naissance d'un acteur collectif ou l'institutionnalisation balbutiante d'un système social sont des exemples de ces situations exceptionnelles que nous cherchons. L'action se déploie alors dans un univers nouveau, en partie inconnu, aux réactions incertaines. Les efforts de compréhension sont alors particulièrement recherchés. Ainsi trouvera-t-on des traces matérielles expliquant la manière d'analyser des fonds chez *Prémices Gestion* dans les documents contemporains de la création de la société ou datant de sa gestation. Un concepteur de la stratégie de gestion y a détaillé les procédures d'analyse des fonds sous-jacents, en insistant particulièrement sur les outils statistiques. Conservé dans la mémoire des ordinateurs, avec des documents de recherche en mathématiques appliquées à la finance, ce document exprime le registre de légitimité qui prévaut dans le champ de la gestion et qui a pris une forme particulièrement sensible depuis la professionnalisation de cette activité : la rationalité instrumentale fondée sur la scientificité des procédés employés pour connaître le monde (Kleiner, 2003).

Situation d'exception 2 : mise à l'épreuve :

Irruptions d'incertitude dans un univers jusqu'alors perçu comme stable, les situations d'épreuve ou de contradiction suscitent aussi l'émergence de raisonnements normalement implicites aux actions routinières. Or l'enquête dont il est ici question a été réalisée alors que l'environnement institutionnel de *Prémices Gestion* subissait une transformation capitale du fait d'une modification de sa structure actionnariale. Aussi a-t-il été possible d'observer une épreuve au cours de laquelle des analystes-gérants ont défendu leur attachement à des outils de gestion et cherché à montrer en quoi il leur était indispensable d'avoir accès à ces outils pour mener à bien les tâches qui leur sont confiées. Les propos tenus par les analystes-gérants que j'ai observés exprimaient sur le mode de la rationalisation, la compréhension qu'ils ont de l'activité de gestion, du cadre institutionnel dans lequel elle s'exerce et du champ social où évoluent les acteurs qui s'y adonnent.

1. Réorganisation industrielle et rationalisation :

Re-filialisation et présentation de LFAM :

Prémices s'apprêtait en mars 2008 à céder les deux tiers du capital de *Prémices Gestion* à *LFAM*, une société de multigestion qui appartient également au groupe *GBF*. L'opération a été réalisée quelques semaines après mon départ. *LFAM* est un bien plus gros acteur que *Prémices Gestion* mais c'est un groupe hétérogène composé de trois éléments. En 2005, l'équipe parisienne s'est adjointe une société de multigestion de Boston en la rachetant grâce au soutien du groupe *GBF*. C'est cette société américaine qui s'appelait antérieurement *LFAM* mais sa nouvelle maison mère a repris le nom pour récolter les bénéfices de sa réputation. Une société de multigérants londonniens est venue rejoindre ces deux unités en mars 2008. Après ces deux rachats, *LFAM* affirmait dans la presse peser presque 50 milliards d'euros d'encours sous gestion.

Conflictualité et tactiques :

Les éléments disponibles font défaut pour déterminer à quel point le « rapprochement » peut être qualifié de conflictuel. L'objet principal de mes observations était le travail de l'équipe de gestion, entre son *desk*, les comités d'investissement et les rencontres avec les gérants sous-jacents. Je me suis donc tenu relativement à l'écart des interactions où le conflit pouvait se manifester. Surtout, même lorsque j'en ai fait la demande, je n'ai pas été convié à ces réunions. Il était dit qu'elles ne concernaient que les salariés de *Prémices Gestion*. Les stagiaires, les salariés de *Prémices* et les consultants en étaient donc exclus. Cependant, j'ai eu matière à maintes observations relatives à ce que chacun reconnaît comme le principal « *dossier politique* » du moment. De fait, l'organisation spatiale du *desk*, les trajets pour aller ou revenir d'une société de gestion et les déjeuners dans l'un des nombreux restaurants du quartier donnent l'occasion de se lancer dans des discussions informelles où affleurent les enjeux professionnels dont est chargé le rapprochement. Ceux-ci touchent au statut et au rôle des équipes et des personnes et aux places que les acteurs seront amenés à occuper dans la forme à venir de l'organisation. Les questions abordées sont la spécialisation sur des produits plus ou moins prestigieux, l'organisation du travail et l'autonomie de l'équipe. Les acteurs apprécient les stratégies et les intérêts des uns et des autres. Par exemple, les gérants-analystes suspectent les dirigeants de *Prémices* et de *Prémices Gestion* de faire passer leurs intérêts d'actionnaires avant les intérêts de la société tels que se les représentent ces salariés du *front-office*.

Agents de rationalisation : remise en ordre et intérêts personnels :

Il existe une divergence entre les interprétations que les salariés de *Prémices Gestion* pensent pouvoir faire à propos du « rapprochement » entre leur société et *LFAM*. Pour un membre du *front office* que sa position de responsable Recherche et méthodes et son parcours scolaire (des études de philosophie *via* une Ecole normale supérieure et l'agrégation) rendent légèrement périphérique au reste de l'équipe de gestion, l'opération de remodelage institutionnel vise à remettre de l'ordre dans la structure globale du groupe *GBF*. En effet, le changement d'actionnaire majoritaire fait passer *Prémices Gestion* du pôle d'assurances de *GBF* à son pôle de gestion d'actifs. C'est effectivement ce que souligne le communiqué de presse par lequel le *GBF* annonce l'opération. Celle-ci permet donc à *Prémices Gestion* de retrouver sa place naturelle dans l'univers de la gestion, et d'assainir la branche assurances-vie d'éléments impropres à cette catégorie. Selon cette interprétation, le rachat de *Prémices Gestion* serait une réaction contre l'anomalie que constitue l'émergence dans le groupe d'une société de gestion dont le capital n'appartient pas à la branche dédiée à cette activité[4]. D'autres membres de l'équipe de gestion, au parcours scolaire plus directement orienté vers la finance et plus impliqués dans le travail quotidien de l'équipe de gestion, et qui croient leur position actuelle menacée par la réorganisation, interprètent le « rapprochement » par des considérations plus pragmatiques. C'est selon eux le résultat de manœuvres stratégiques parmi les cadres dirigeants du groupe *GBF*, notamment du directeur général de *LFAM* :

> *Il a clairement dit que l'une des principales raisons pour lesquelles il a dit qu'il nous rachetait, c'était qu'on était apparus dans l'univers de* GBF *en multigestion de manière piratesque. Ouais, c'était son mot et que en fait il voulait couper toutes les têtes qui dépassent. C'est-à-dire que lui sa mission, son ambition c'est de devenir LA référence de multigestion dans le groupe* GBF*. Et donc évidemment ça l'emmerde qu'il y ait des voix discordantes à droite à gauche, qu'on lui dise : « Bah toi tu fais comme ça mais tu sais que y en a d'autres dans le groupe, y a un petit village gaulois, qui font les choses différemment. Donc ça il le supporte pas, donc la première chose qu'il commence à faire c'est, il rachète tout le monde. Alors les Anglais c'est différent ; c'est euh des machins. Mais il fusionne Boston et Paris, et surtout il fusionne* Prémices Gestion*. Il est hors de question qu'ils continuent à exister en tant que tel. Donc voilà, ça c'est un élément important. Bon, peut-être qu'il*

[4] Pour une théorie des réactions contre les anomalies, voir Douglas, 2002.

est intéressé par notre process*, j'en sais rien. Mais il faut bien avoir en tête que la première raison c'est d'abord ça.*

Il est possible de réunir ces interprétations divergentes en considérant les dirigeants comme des agents de rationalisation. Mus par leurs intérêts personnels, ils adoptent des tactiques de réorganisation des ressources afin d'obtenir les positions dominantes qu'ils convoitent ou d'accéder aux ressources dont ils comptent ensuite faire usage. Ce faisant, ils œuvrent à la réorganisation industrielle du groupe dans le sens d'une plus grande rationalisation car il participent à la mise en ordre d'un monde chaotique.

2. Economie et précaution. Confrontation de deux modes d'analyse quantitative :

La préparation des modalités pratiques de coopération dans le cadre du « rapprochement » m'ont permis d'observer une confrontation entre des membres du *front office* de *Prémices Gestion* et de celui de *Lookam*. Au cours de cette interaction se sont manifestés les rapports qu'entretiennent les acteurs avec les outils qu'ils manipulent.

Un modèle pour partager les fiches :

Ce matin-là, Dominique et Ibrahim accueillent Achille, Mohammed et Gilles dans une des salles de réunion du premier étage. L'ordre du jour que se sont donné les cinq hommes qui se rencontrent lors de cet « atelier » est de s'accorder sur la forme à donner aux fiches d'analyse dans le cadre du nouveau groupe. Il s'agit de réaliser un projet qui serve de base aux Parisiens pour des discussions ultérieures avec l'équipe de Boston et avec la société de multigestion que *LFAM* vient de racheter à Londres. Jusqu'à présent, seules les équipes de *LFAM* à Boston et Paris partageaient leurs fiches d'analyse mais les multigérants londoniens et l'équipe de *Prémices Gestion* utilisaient chacun leurs propres fiches. A terme, un modèle unique de fiche doit être développé, qui servira de support au travail de chaque équipe, qui sera commun(iqué) à tous. Ce sont donc les outils d'analyse sur lesquels s'appuieront les équipes de gestion du groupe pour construire et renouveler leurs portefeuilles que les protagonistes ont à définir.

Les protagonistes :

Qui sont les protagonistes ? Achille est l'homme que *LFAM* a chargé de conduire le rapprochement avec Prémices Gestion. Gilles est le responsable de l'analyse quantitative chez *LFAM*. C'est lui qui a fait mettre en place plusieurs outils d'analyse de *LFAM*. Mohammed est un *product specialist* de *LFAM*, c'est-à-dire qu'il occupe un poste commercial et qu'il accompagne ou remplace parfois les gérants de sa société auprès d'investisseurs éventuels. Un multigérant de *Prémices Gestion* a été *product specialist* avant de devenir gérant. Formé à des aspects plus techniques qu'un commercial classique, le *product specialist* est familier du processus de gestion des produits qu'il vend, même s'il ne participe pas à leur gestion. Il est donc censé être capable de fournir des détails techniques à leur sujet. Toutefois les analystes-gérants soupçonnent souvent que les informations qu'il donne ne sont que des principes affichés qui ne sont pas nécessairement appliqués réellement. Dominique est le directeur de la gestion de *Prémices Gestion* et Ibrahim est l' « analyste *quant* » de l'équipe.

Un événement à saisir dans un processus :

Le travail a déjà été entamé. Achille et Quentin, responsable recherche et méthodes de Prémices Gestion, qui lui sert de vis-à-vis, ont déjà échangé des courriers électroniques au sujet des méthodes d'analyse, des fiches et des listes d'indicateurs dont ils discutent l'intérêt. Trois semaines plus tôt, Quentin a été à une réunion chez *LFAM* pour que *Prémices Gestion* et *LFAM* se présentent leurs approches quantitatives. Les deux sociétés se sont depuis donné accès mutuel à leurs fiches sur les fonds sous-jacents. Quentin en a regardé quelques unes ; les autres membres du *front office* ont comparé les fiches concernant la dizaine de fonds qui avaient été analysés séparément par chaque société.

Défendre des ressources stratégiques :

Pendant la réunion, la tension est manifeste. Dominique et Ibrahim confirmeront au déjeuner mon impression que les représentants de *LFAM* sont arrivés sur leurs gardes. Lors du compte-rendu qu'ils font à leurs collègues de l'équipe de gestion, je partage l'impression que j'ai eu que l'atmosphère s'est détendue à la fin de la réunion. Ils répondent ironiquement : « *Oui, on voyait que Gilles avait les maxillaires moins serrées !* » C'est que la détermination des

méthodes d'analyse charrie des enjeux relatifs à la réorganisation du groupe *LFAM*. Les individus et les équipes ont conscience que les décisions adoptées à propos des outils d'analyse auront des conséquences sur l'organisation et la division du travail. Ils se savent engagés dans des relations stratégiques qui modifieront leur chance de disposer d'autonomie ou de pouvoir dans la nouvelle structure. Obtenir que les futures fiches soient conformes à celles que créent déjà les uns ou les autres apparaît comme une ressource tactique à emporter. Comme ces fiches participent à la structuration du raisonnement des gérants, imposer les siennes permet de faire ensuite valoir ses compétences et se faire reconnaître une expertise relative à leur utilisation et à la méthode d'analyse des fonds. Voilà pourquoi il était essentiel pour Dominique qu'Achille assure que les fiches de *Prémices Gestion* serviraient de base au modèle commun. Il avouera au déjeuner suivant la réunion que cette déclaration rapide l'a tranquillisé.

Economie contre précaution :

En revanche, Achille précise qu'il faut revenir sur le contenu des fiches. Les oppositions se cristallisent autour de la quantité d'indicateurs à conserver sur une fiche. Les représentants de *LFAM* militent pour un allègement des fiches. Pour cela, ils insistent sur la réduction de la quantité d'indicateurs qui y sont reportés. Ils invoquent un principe d'économie selon lequel il faut limiter le plus possible la multiplication d'indicateurs redondants. Ils désignent par là des résultats statistiques dont les évolutions sont fortement corrélées l'une avec l'autre et qui délivrent ainsi une information quasiment identique. Ainsi, si l'évolution d'un indicateur est corrélée dans plus de 90% des cas avec celle d'un autre, Gilles conclut qu'il est inutile de les conserver tous deux. C'est ce qu'il dit avoir fait en retranchant des fiches de *LFAM* un ratio trop étroitement corrélé avec deux autres indicateurs. Il résume cette position par la maxime suivante, reprise ensuite par ses deux collègues : « *Trop d'information tue l'information*. » Au rebours, Dominique fait remarquer que, dans un certain nombre de cas dont la rareté n'est pas négligeable, omettre l'un des deux indicateurs, c'est risquer de manquer une information importante, un signal d'alerte. La précaution exige de conserver l'un et l'autre afin de minimiser le risque d'accident. La réunion quantitative aura donc permis d'expliciter les rapports qu'entretiennent deux sociétés de multigestion avec l'analyse des fonds. Chez *LFAM*, prévaut une attitude économique qui propose de réduire le nombre d'indicateurs afin optimiser le

rapport entre l'information qu'ils apportent et le coût qu'il y a à les consulter. Chez *Prémices* règne un esprit de précaution qui conduit à rechercher l'exhaustivité de l'information, quitte à multiplier le nombre d'indicateurs.

3. Eclectisme et hétérodoxie. Deux approches des marchés :

Routine et innovation :

Comment interpréter la polarisation du débat autour de la quantité d'indicateurs à reporter sur les fiches d'analyse ? Il y a homologie entre les rapports d'économie et de précaution que les analystes-gérants entretiennent avec l'analyse, et les traces matérielles qui restent de leurs actions passées et qui structurent aujourd'hui leur travail. Les fiches d'analyse révèlent bien les catégories de l'entendement des multigérants. Les différences entre celles qui interviennent dans chaque société peuvent être interprétées comme l'expression de l'hétérodoxie consciente d'elle-même de *Prémices Gestion* et de l'éclectisme standard pratiqué chez *LFAM*. *LFAM* reprend les instruments d'analyse standard de l'analyse financière alors que les instruments de *Prémices Gestion* sont le résultat d'une innovation[5], c'est-à-dire d'une élaboration réflexive d'instruments cognitifs.

Homogénéité et détail de l'analyse statistique :

Les indicateurs statistiques construits par *Prémices Gestion* sont plus homogènes que ceux de *LFAM*. Sur les fiches d'analyse quantitative de *Prémices Gestion*. On retrouve une exploitation des quatre premiers moments statistiques des historiques de cours et des description de la forme des queues de distribution des rentabilités. Il s'agit de décrire au mieux une distribution statistique en tenant compte également de l'asymétrie et de l'erraticité de la variable étudiée. Sur les fiches *LFAM*, les indicateurs ne sont pas uniquement descriptifs. Il y a certes des historiques de performance, mais d'autres indicateurs relèvent de constructions plus complexes, comme ce graphique de l'évolution de l'alpha et du bêta du fonds ou cet autre qui décrit la performance relative d'un fonds par rapport à ses pairs, ou encore cet historique des performances établi sur des périodes *ad hoc*. D'autres encore délivrent eux-mêmes un jugement, comme la « *LFAM wheel* », qui indique avec

[5] Je tiens à souligner la neutralité de ce terme et ne cherche à voir rien ni de positif ni de négatif dans ce qu'on appelle ainsi.

quelle fréquence et quelle intensité le fonds accompagne les phases de hausse ou de baisse du marché.

Eclectisme symbolique :

Alors que tous les indicateurs disponibles sur la fiche *Prémices Gestion* ont été élaborés à partir des mêmes données, l'historique de la valeur liquidative du fonds (et de son portefeuille de référence), ceux qui se trouvent sur la fiche *LFAM* proviennent de sources différentes et parfois hétérogènes. Ainsi, une particularité des membres de l'équipe de gestion de *LFAM* est de se méfier des catégories instituées dans lesquelles sont couramment rangés les fonds. Ils les soupçonnent d'être le produit de modes passagères ou de classifications élaborées en vertu d'objectifs différents des leurs. Ils désirent donc se mettre à l'abri du discours trompeur de ceux qui attribuent un style de gestion à un fonds qui ne se comporte finalement pas comme on l'attend. Les analystes quantitatifs ont donc construit un modèle d'analyse statistique qui permet de faire apparaître des catégories homogènes dans l'univers des fonds potentiellement disponibles. A travers le filtre d'une analyse en composantes principales et d'une classification ascendante hiérarchique, ils fondent sur l'évolution passée de leur valeur liquidative une classification qui correspond selon eux aux caractéristiques réelles des fonds. Pourtant, les fiches fonds reprennent de nombreux indicateurs de classement et d'évaluation fournis par *Morningstar*, une société qui publie des évaluations de fonds. Ces indicateurs reposent sur des principes de construction des groupes de pairs contradictoires avec la méthode des analystes quantitatifs de *LFAM*. En effet, *Morningstar* établit sa propre classification des groupes de pairs, qui n'a aucune raison de recouper celle qu'ont construite les analystes de *LFAM*.

Un monde gaussien ou parétien ?

La différence entre la grande quantité d'information à collecter avec sagesse sur une fiche d'évaluation chez *Prémices Gestion* et la quantité limitée dont on se contente raisonnablement chez *LFAM* cristallise l'opposition entre deux visions de la formation des prix. Le choix des indicateurs quantitatifs permet de caractériser ces visions du monde. Les personnes qui ont développé *Prémices Gestion* sont convaincues de l'insuffisance du paradigme classique, markowitzien et gaussien, d'allocation de portefeuille. Elles pensent que le monde financier est parfois parétien.

Il est donc important pour elles de développer un protocole d'évaluation qualitative dense, afin de repérer les fonds qui peuvent subitement sur- ou sous-performer ou ceux qui savent se protéger des accidents. Au contraire, *LFAM* se satisfait de l'approximation gaussienne de l'évolution des cours. C'est un outil de modélisation grâce auquel il est permis de négliger les risques extrêmes et de développer un rapport plus économe à l'information, tandis qu'il est requis dans un monde parétien de ne pas laisser de côté la moindre source d'information. Effectivement, les rubriques relatives au processus de gestion sont plus nombreuses et plus développées dans les fiches de *Prémices Gestion* que dans celles de *LFAM*. Les premières institutionnalisent une attention plus méticuleuse aux sources de performance ou d'échec d'un fonds alors que, en entretien, un multigérant de *LFAM* considère avec exagération qu'il est inutile d'aller jusqu'à « *la couleur des lacets* » des gérants sous-jacents.

Eclectisme routinier et hétérodoxie consciente d'elle-même :

En adoptant une lecture kuhnienne, il est possible de qualifier les position de chaque société. En utilisant des indicateurs standard, en quantités limitées et provenant de sources multiples et partiellement hétérogènes, *LFAM* pratique un éclectisme moyennement réflexif qui relève de pratiques relativement évidentes et inscrites dans le cadre de la science normale des marchés. Des indicateurs variés peuvent être combinés parce qu'ils reposent néanmoins sur les mêmes hypothèses fondamentales. Contre ce paradigme, *Prémices Gestion* développe une vision hétérodoxe de la formation des prix et de leur évolution, qui nécessite un degré d'explicitation et de réflexivité plus important. Par exemple, la méthode d'analyse est exposée dans un document programmatique rédigé lors de la création de la société. Il s'intitule « Trouver les bons gérants, une nouvelle approche et sa mise en œuvre ».

4. Des régimes de rationalité solidaires de conditions d'exercice du métier :

Conditions de stabilité des régimes de rationalité :

D'où vient-il que ces régimes de rationalité se maintiennent dans l'une et l'autre société ? Comment se fait-il que les instruments symboliques sur lesquels ils s'appuient soient efficaces ? En étudiant les animaux abominables dans le livre biblique du Lévitique, Mary Douglas (2002) apporte une réponse pour comprendre comment les représentations du monde en vigueur dans une société perdurent

autrement que par la seule vertu de leur élégance idéologique. Si certains animaux sont réputés impurs par les Hébreux de sorte qu'ils s'abstiennent de s'en nourrir, c'est parce que ces animaux violent la cosmogonie énoncée dans le livre de la Genèse. En effet, leurs propriétés anatomiques entrent en contradiction avec les principes de classification de cette représentation ordonnée du monde. Cette cosmogonie n'est pas une construction d'idéologues virtuoses mais l'expression symbolique du mode de vie pastoral de ce peuple. De la même manière, il faut que les pratiques de multigestion observées soient compatibles avec les conditions d'exercice de cette activité dans l'industrie financière contemporaine. Il apparaît qu'elles sont effectivement solidaires d'un mode de division du travail, de modes de distribution des produits financiers et de modes de constitution des entités productives.

Solidarité de l'analyse avec la division du travail :

Les arguments mobilisés par les protagonistes de la réunion renvoient à l'organisation du travail dans leur société. L'organisation du travail se découvre donc solidaire du type de connaissances que les équipes de multigestion sont susceptibles de développer et de faire circuler entre leurs membres. Chez *LFAM*, après avoir été classés par le modèle quantitatif, les fonds sont hiérarchisés au sein des catégories « maison » en fonction d'un certain nombre d'indicateurs. Les meilleurs sont alors livrés à l'analyse qualitative. Les analystes qualitatifs, distincts des analystes quantitatifs, sont censés pouvoir proposer un tout petit nombre de fonds adaptés à la demande d'un multigérant qui souhaiterait modifier son portefeuille. Cela signifie que les fiches sont destinées aux travailleurs spécialisés dans l'analyse qualitative. La distinction d'une étape quantitative et d'une étape qualitative a pour conséquence que les analystes qualitatifs acceptent mal d'être confrontés à une analyse statistique aussi minutieuse des fonds et se cantonnent aux indicateurs les plus généraux. En outre, posséder des fiches détaillant trop les procédures de gestion des fonds sous-jacents les déposséderait d'une expertise dont dépendent les multigérants[6]. Au contraire les membres du *front-office* de

[6] Ce point est comparable à celui qu'on rencontre dans *Le Phénomène bureaucratique* (1963) de Michel Crozier. Dans la manufacture étudiée, les agents de maintenance ont fait disparaître les manuels d'entretien des machines, de sorte que le bon état des machines dépend exclusivement d'eux.

Prémices Gestion pratiquent une gestion collégiale entre un nombre limité d'acteurs qui sont tous capables de mener les parties quantitative et qualitative de l'analyse.

Solidarité avec des niches commerciales :

Si les analystes de *LFAM* développent un rapport d'optimisation par rapport à l'information, c'est aussi qu'il font « *de l'analyse de masse* », principalement à destination de clients institutionnels. Une des raisons pour lesquels *LFAM* rachète *Prémices Gestion* est précisément d'accéder à un réseau de distribution auprès des investisseurs particuliers, ressource qui faisait défaut jusqu'alors à *LFAM*. Lors de la réunion, tous les participants s'accordent en effet sur le fait que les clients institutionnels sont moins sensibles aux pertes que les clients particuliers tant que les gérants suivent à peu près le marché. Au contraire, *Prémices Gestion* ne peut se permettre de faire perdre de l'argent à ses clients, ce qui est cohérent avec une analyse qui traque les risques extrêmes.

Solidarité avec des modes de croissance :

Replaçons l'analyse pratiquée chez *LFAM* en perspective avec le mode de constitution de cette entreprise. Filiale d'un grand groupe bancaire possédant par ailleurs de très grandes quantités d'actifs sous gestion, sa croissance s'est faite par absorptions successives de sociétés de multigestion renommées dont les gérants ont déjà fait leurs preuves. Le fait que la maison-mère ait repris le nom d'une filiale nouvellement acquise est un indice que le groupe *GBF* a l'intention de constituer son pole de multigestion par intégration horizontale, c'est-à-dire en rachetant des structures préexistantes, plutôt qu'en s'imposant par l'excellence de ses méthodes. Résultat des rapprochements successifs de structures indépendantes *LFAM* apparaît aux personnes rencontrées comme une entité relativement peu cohérente. Il est donc compréhensible que les documents d'analyse de cette société n'expriment pas beaucoup plus que le plus petit dénominateur commun à de nombreuses sociétés de gestion : l'adhésion au sens commun financier. Au contraire, *Prémices Gestion* est une société marginale issue de la rencontre entre des responsables commerciaux et des gérants d'actifs. Tandis que les uns étudiaient les caractéristiques de leur clientèle, les autres se sentaient mal à l'aise avec les outils classiques de représentation de l'activité de gestion et les outils d'évaluation des gérants correspondants : *tracking error* relative à un portefeuille de référence (*benchmark*),

variance comme seul outil d'analyse de la variabilité des cours, dichotomie alpha/bêta. Il en découlait une tension car ce cadre conceptuel interdisait aux commerciaux de présenter les fonds constitués par leurs gérants sous leur jour le plus favorable. Dans une position inconfortable, ces acteurs ont identifié une opportunité commerciale dans laquelle réunir leur expérience de gestion et leur expérience du marché des fonds communs de placement. Estimant que leur clientèle était dominée par des distributeurs et par des multigérants qui n'étaient pas à même d'apprécier la « valeur » des gérants, ils ont décidé de créer une société de multigestion qui réponde au problème qu'ils disent avoir identifié. Compte-tenu du caractère innovateur de la société, ses méthodes d'analyse ont fait l'objet d'une élaboration symbolique poussée que la présidente de la société interprète en termes de professionnalisation et d'industrialisation, en insistant sur la codification des procédures et sur la réflexivité qui doit présider aux décisions. *Prémices Gestion* est donc une société de niche comme de nombreux acteurs atomiques du secteur de la gestion d'actifs. A ce titre, cultiver une forte conscience de l'originalité de sa méthode est un élément de différenciation commerciale dont l'entreprise tire profit.

Conclusion :

L'origine de la confrontation dont nous avons fait le récit provient de ce que la construction des fiches quantitatives est l'un des principaux points par lesquels se manifeste l'opposition entre les méthodes d'analyse des deux sociétés. Nous n'avons pas cherché à vérifier si ces méthodes de travail étaient indispensables à leur réussite dans le champ de la gestion. Les employer ne s'est en tout cas pas révélé rédhibitoire. Au moins ces outils paraissaient-ils nécessaires aux personnes rencontrées. Or des régimes de rationalité sont associés à ces outils de gestions, qui sont solidaires de pratiques financières situées. La conscience d'une pression commerciale les poussait à faire des efforts, y compris stratégiques, pour conserver en l'état les structures qui leur permettaient individuellement et collectivement de prospérer sur un marché de services financiers ordinaires.

Les raisonnements financiers ne sont donc pas des chaînes d'idées transcendantales existant de toute éternité. Ils s'appuient sur des artefacts techniques, graphiques et intellectuels, objets qui construisent des univers symboliques. La construction d'une rationalité financière repose sur l'interaction

d'acteurs mis en présence de ces objets. Mobiliser des outils de calcul permet d'institutionnaliser des représentations du monde en les soutenant de leur évidence formelle. Les employer permet de constituer peu à peu des mondes de la gestion dotés d'une certaine stabilité. L'activité financière peut alors se développer et engendrer des profits sur un mode routinier.

L'opposition entre les deux sociétés étudiées est-elle généralisable ? Il est prématuré de l'affirmer, mais les premiers éléments empiriques de mes recherches en cours m'inclinent à penser que oui. Cela ne signifie évidemment pas que l'opposition soit binaire ou que sa description ne doive être amendée. Il reste encore du chemin à parcourir avant de comprendre comment se réalise l'institutionnalisation de certains modes de pratiques dans l'ensemble de l'industrie financière.

Le trajet que nous venons de parcourir pose une seconde question. L'innovation en matière de techniques de gestion et l'élaboration de nouveaux instruments symboliques joue-t-elle un rôle moteur dans les dynamiques de l'industrie financière contemporaine ? C'est probable mais il reste à découvrir comment cela s'articule avec d'autres mécanismes d'innovation qui semblent autrement importants et qui ne concernent pas tant les techniques de gestion que les produits mis à la vente et la répartition des profits que dégagent ces produits pour les sociétés offrant des services financiers.

Références :

BECKER (Howard), 2002 [1998], *Les Ficelles du métier. Comment conduire sa recherche en sciences sociales*, Paris, La Découverte.

BESSY (Christian), 2003, « L'organisation des ventes publiques. Perception, qualification et espaces de circulation des objets », *in* STANZIANI (Alessandro) (*dir.*), *La Qualité des produits en France (XVIII° - XX° siècles*), Paris, Belin.

BEUNZA (Daniel) & **STARK** (David), 2003, « Outils de marché. Sociotechnologie de l'arbitrage dans une salle de marché à Wall Street », *Réseaux*, n°122 , pp. 3-109.

BRIAN (Eric) & **WALTER** (Christian) (dirs.), 2008, *Critique de la valeur fondamentale*, Paris, Springer.

CROZIER (Michel), 1963, *Le Phénomène bureaucratique*, Paris, Seuil.

DOUGLAS (Mary), 2002, *Purity and Danger. An Analysis of Concept of Pollution and Taboo*, Londres, Routledge.

GODECHOT (Olivier), 2000, « Le Bazar de la rationalité. Vers une sociologie des formes concrètes de raisonnement », *Politix*, vol. 13, n°52, pp. 17-56.

GODECHOT (Olivier), 2001, *Les Traders. Essai de sociologie des marchés financiers*, Paris, La Découverte.

GOODY (Jack), 1979 [1977], *La Raison graphique. La Domestication de la pensée sauvage*, Paris, Minuit.

HASSOUN (Jean-Pierre), 2000a, « Le surnom et ses usages sur les marchés à la criée du MATIF. Contrôle social, fluidité relationnelle et représentations collectives », *Genèses*, n°41, pp. 5-40.

HASSOUN (Jean-Pierre), 2000b, « Trois interactions hétérodoxes sur les marchés à la criée du MATIF. Rationalité locale et rationalité globale », *Politix*, vol. 13, n°52, pp. 99-119.

KALDOR (Nicolas), 1939, « Speculation and Economic Stability », *The Review of Economic Studies*, n°7, pp. 1-27

KLEINER (Thibaut), 2003, « La consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris », *Actes de la Recherche en Sciences sociales*, n°146-147, pp. 42-50.

KNORR-CETINA (Karin) & **BRUEGGER** (Urs), 2003, « La technologie habitée. La forme de vie globale des marchés financiers », *Réseaux*, n°122, pp. 111-135.

LEPINAY (Vincent-Antonin) & **ROUSSEAU** (Fabrice), 2000, « Les trolls sont-ils incompétents ? Enquête sur les financiers amateurs », *Politix*, vol.13, n°52, pp. 73-97.

MAC KENZIE (Donald), 2006, *An Engine, not a Camera : How Financial Models Shape Markets*, Cambridge, MIT Press.

MARKOWITZ (Harry), 1952, « Portfolio Selection », *The Journal of Finance*, vol. 7, n°1, pp. 77-91.

MARKOWITZ (Harry), 1959, *Portfolio Selection : Efficient Diversification of Investments*, New York, John Wiley & Sons.

MUNIESA (Fabian), 2000, « Un robot walrasien. Cotation électronique et justesse de la découverte des prix », *Politix*, vol. 13, n°52, pp. 121-154.

MUNIESA (Fabian), 2003, *Des marchés comme algorithmes : sociologie de la cotation électronique à la Bourse de Paris*, Thèse pour le doctorat en socio-économie de l'innovation, Paris, Ecole nationale supérieure des Mines.

ORLÉAN (André), 1999, *Le Pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.

PRADIER (Pierre-Charles), 2006, *La Notion de risque en économie*, Paris, La Découverte

PREDA (Alex), 2003, « Les hommes de la bourse et leurs instruments merveilleux. Technologies de transmission des cours et origines de l'organisation des marchés modernes », *Réseaux*, n°122, pp. 137-165.

SHARPE (William), 1966, « Mutual Fund Performance », *The Journal of Business*, vol. 39, n°1, pp. 119-138.

TADJEDDINE (Yamina), 2000, « Les prises cognitives de la rationalité. Une typologie des décisions spéculatives », *Politix*, vol. 13, n°52, pp. 57-71.

TADJEDDINE (Yamina), 2008, « Spéculation boursière et représentations mentales », *in* BRIAN (Eric) & WALTER (Christian) (*dirs*.), *Critique de la valeur fondamentale*,

Paris, Springer.

WALTER (Christian), 1996, « Une histoire du concept d'efficience sur les marchés financiers », *Annales HSS*, vol. 51, n°4, pp. 873-905.

ZUCKERMANN (Ezra), 2004, « Structural Incoherence and Stock Market Activity », *American Sociological Review*, vol. 69, n°3, pp. 405-432.