



**HAL**  
open science

# L'agir stratégique dans l'intermédiation financière de type brokerage : un essai de modélisation selon la perspective SaP

Laurence Gialdini

► **To cite this version:**

Laurence Gialdini. L'agir stratégique dans l'intermédiation financière de type brokerage : un essai de modélisation selon la perspective SaP. Gestion et management. Université de Grenoble, 2012. Français. NNT : 2012GRENG013 . tel-00951375

**HAL Id: tel-00951375**

**<https://theses.hal.science/tel-00951375v1>**

Submitted on 24 Feb 2014

**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.

## THÈSE

Pour obtenir le grade de

## DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ DE GRENOBLE

Spécialité : **Sciences de Gestion**

Arrêté ministériel : 7 août 2006

Présentée par

**Laurence GIALDINI**

Thèse dirigée par **Marie-José AVENIER**

préparée au sein du **CERAG UMR5820**

dans l'**École Doctorale Sciences de Gestion de  
Grenoble**

## **L'agir stratégique dans l'intermédiation financière de type *brokerage* :**

## **Un essai de modélisation selon la perspective SaP**

Thèse soutenue le 7 décembre 2012

devant le jury composé de :

**Madame Marie-José AVENIER**

Directeur de Recherche CNRS, CERAG Grenoble, Directeur de thèse

**Monsieur Vincent BAZI**

Gérant, Vice-Président SFAF, Membre du Haut Conseil AMF, Paris

**Madame Stéphanie DAMERON**

Professeure des Universités, Université Paris Dauphine, Paris, Rapporteur

**Monsieur Patrice FONTAINE**

Professeur des Universités, Directeur EUROFIDAI, Université de Grenoble, Président du jury

**Madame Linda ROULEAU**

Professeure des Universités, HEC Montréal, Rapporteur





**L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.**



*A mes fils,  
Pour qu'ils sachent ce que signifie persévérer.*



# Remerciements

Ma gratitude va tout d'abord à Marie-José Avenier. Elle a su être le meilleur des tuteurs pour m'accompagner et me diriger dans ce travail de recherche parfois jalonné de moments éprouvants et qui n'aurait jamais pu aboutir sans cette rigueur intellectuelle et ce grand humanisme qui la caractérisent à mes yeux et lui valent mon profond respect.

Je remercie aussi Stéphanie Dameron et Linda Rouleau pour me faire l'honneur de participer au jury de cette thèse et d'en être les rapporteurs ; j'espère être digne de leurs regards de chercheur car leurs travaux en management stratégique m'ont beaucoup éclairé. Ma reconnaissance va encore à Vincent Bazi et à Patrice Fontaine qui m'accompagnent depuis mes premiers pas sur le terrain de la finance, le premier dès mes débuts professionnels en salle de marché et le second déjà lors du mémoire de recherche.

Je souhaite profiter de cette occasion pour exprimer ma reconnaissance aux chercheurs chevronnés qui, souvent sans me connaître au préalable, m'ont accordé un temps précieux et des conseils utiles pour le développement de cette thèse. Je pense notamment à Alain-Charles Martinet qui a accepté d'intégrer dans son master recherche une de ses anciennes étudiantes en reconversion, mais aussi aux échanges avec Paula Jarzabkowski, Ann Langley et Richard Whittington en parallèle de conférences académiques particulièrement riches d'apprentissages.

Je n'oublie pas que ce travail n'a été possible qu'avec l'aide des praticiens rencontrés et qu'il est ainsi en partie le leur. Je ne peux malheureusement pas citer tous les participants car des clauses d'anonymat sont à respecter mais je fais un petit clin d'œil à ceux avec qui une collaboration affichée et active continue dans le sillage de cette thèse pour des développements de recherche et pédagogiques : Armelle, Caroline, Céline, Etienne, Gilles, Jérémy, Martine, Mathieu, Sandrine, Sébastien, Thierry, Yves, Valérie.

Lors de la rédaction de cette thèse, j'ai pu compter sur les conseils et le soutien actif, aussi bien matériel que psychologique, de collègues qui sont aujourd'hui une nouvelle famille professionnelle et des amis. Je pense particulièrement, à l'ESDES, à Anne Deshors et à l'équipe du pôle finance avec mon binôme Olivier Gascon, mais aussi ma très chère Marie-Hélène Bihl et mon acolyte en Master FiM, Oussama Labidi. Je tiens à donner une

mention spéciale à mon « frère » de reconversion, Marc Lenglet aujourd'hui professeur à l'EBS.

Je salue les institutions qui m'ont accueillie pendant ce travail de recherche à savoir le CERAG, l'École Doctorale en Sciences de Gestion de Grenoble et l'ESDES ceci à travers leurs directeurs actuels qui sont respectivement Radu Burlacu, Charles Piot et Christian Bérard.

Enfin, je remercie mes amis dont la précieuse Françoise et ma famille, en particulier mes beaux-parents relecteurs attentifs.

Je profite des dernières lignes pour écrire aux trois hommes de ma vie ce que j'ai parfois oublié de dire car accaparée par cette thèse : « Laurent, Raphaël et Aurélien, je vous aime ! ».

# Sommaire

<b>INTRODUCTION GÉNÉRALE .....</b>	<b>10</b>
ORIGINES DE LA THÈSE .....	13
ANCRAGE ET SUJET DE LA THÈSE.....	14
ARCHITECTURE DE LA THÈSE.....	16
<b>CHAPITRE 1. MARCHÉS, INTERMÉDIATION ET <i>BROKERAGE</i> : QUELS LIENS ?.....</b>	<b>19</b>
INTRODUCTION .....	21
1.1. DES MARCHÉS FINANCIERS ENTRE MYTHE ET RÉALITÉ ? .....	22
1.2. INTERMÉDIATION ET INTERMÉDIAIRES FINANCIERS : DE QUOI PARLE-T-ON ?.....	43
1.3. <i>BROKERAGE</i> , QUEL RÔLE SUR LES MARCHÉS ACTIONS ? .....	53
CONCLUSION DU CHAPITRE .....	76
<b>CHAPITRE 2. STRATÉGIE ET <i>BROKERAGE</i> : UNE PERSPECTIVE PAR LA PRATIQUE .....</b>	<b>79</b>
INTRODUCTION .....	81
2.1. QUELLE LITTÉRATURE ACADÉMIQUE ? .....	82
2.2. FORMATION DE LA STRATEGIE ET <i>BROKERAGE</i> : L'AGIR STRATÉGIQUE .....	103
CONCLUSION DU CHAPITRE .....	121
<b>CHAPITRE 3. CADRES ÉPISTÉMOLOGIQUE ET MÉTHODOLOGIQUE DE LA RECHERCHE .....</b>	<b>123</b>
INTRODUCTION .....	125
3.1. POSITIONNEMENT ÉPISTÉMOLOGIQUE .....	126
3.2. MISE EN ŒUVRE DE LA MÉTHODOLOGIE.....	146
CONCLUSION DU CHAPITRE .....	173
<b>CHAPITRE 4. AGIR STRATÉGIQUE ET <i>BROKERAGE</i> : ÉLÉMENTS-CLÉS ÉMERGENTS .....</b>	<b>175</b>
INTRODUCTION .....	177
4.1. ÉMERGENCES CONTEXTUELLES OU EXOGÈNES .....	178
4.2. ÉMERGENCES INDIVIDUELLES OU ENDOGÈNES .....	203
CONCLUSION DU CHAPITRE .....	226
<b>CHAPITRE 5. L'AGIR STRATÉGIQUE : MODÉLISATION THÉORIQUE ET INCIDENCES PRATIQUES.....</b>	<b>229</b>
INTRODUCTION .....	231
5.1. CONSTRUCTION D'UN MODÈLE D'AGIR STRATÉGIQUE .....	232
5.2. QUELQUES INCIDENCES PRATIQUES POUR LE <i>BROKERAGE</i> .....	253
CONCLUSION DU CHAPITRE .....	273
<b>CONCLUSION GÉNÉRALE .....</b>	<b>275</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>287</b>
<b>LEXIQUE .....</b>	<b>313</b>
<b>ANNEXES.....</b>	<b>319</b>
<b>LISTES DES ANNEXES, SCHÉMAS, TABLEAUX ET ENCADRÉS .....</b>	<b>335</b>
<b>TABLES DES MATIÈRES .....</b>	<b>337</b>



# **INTRODUCTION GÉNÉRALE**



« *Une parole éclaire ma recherche : Comprendre* »,  
Marc Bloch (1946, Réed. 1990)

La dernière crise a pu sembler remettre en cause l'utilité économique et sociale des marchés financiers. Elle a vu les institutions financières, leurs modes de fonctionnement et leurs opérateurs être l'objet de critiques absolues. Elle a surtout souligné un large niveau d'incompréhension des activités qui se sont développées sur ces marchés et qui ont été amalgamées. Les médias ont contribué à véhiculer des images susceptibles de faire croire que les marchés sont soit essentiellement conduits par des modèles, des mécanismes et des outils dont l'homme aurait perdu partiellement la maîtrise, soit manipulés par des individus sans foi ni loi concentrés dans la figure décriée du *trader*. Les académiques se sont interrogés sur les théories et les doctrines qui sont à la base de l'ingénierie et des pratiques des acteurs du système financier (Martinet, 2010) mais ont-ils pris en compte la complexité de ce système au croisement de divers niveaux d'étude possibles ? Ont-ils étudié ce qui se passait à l'intérieur même de ce système en examinant de manière approfondie à la fois le marché dans son ensemble, mais aussi les activités et les organisations qui s'y sont développées ainsi que les individus qui les habitent ?

### ***Origines de la thèse***

Ces dernières questions se sont imposées à nous bien avant 2008 et la redécouverte par la Société, des marchés financiers et de leur place dans nos vies. Elles remontent à nos anciennes fonctions d'opérateur de marché ou plus exactement de vendeur d'actions européennes à des fonds d'investissement internationaux, ceci du début des années 1990 au milieu des années 2000. Ces fonctions, exercées dans différentes sociétés d'intermédiation financière encore appelées à cette époque société de bourse, nous ont placé à l'intérieur même du système. Elles ont fait de nous l'acteur et le témoin que :

« [...] *le marché n'est pas peuplé d'orangs-outangs, mais d'êtres humains confrontés à un avenir incertain [...où] tout le monde doit analyser une mosaïque de données d'une complexité déroutante [...] tout en prenant des risques qui peuvent réduire à néant des décennies d'épargne ou conduire à une mauvaise allocation des ressources rares* »  
(Bernstein, 2000).

Elles ont aussi contribué à une réflexion sur le pourquoi et le comment de cette activité d'intermédiation qui dans la pratique ne semblait pas totalement en adéquation avec les modèles théoriques économiques et financiers dominants que nous connaissions alors et qui semblaient la réduire à un rôle marginal.

Lors de notre changement de vie professionnelle avec le but affiché d'étudier et d'enseigner la finance de façon renouvelée et en nous basant sur un dialogue constant entre théorie et pratique, l'étude de l'intermédiation de type *brokerage*, de ses motivations et de son modèle de mise en œuvre, nous est apparue comme une évidence. Le soutien reçu par certains académiques n'a fait que renforcer ce projet et nous a aussi permis de comprendre que si le terrain était financier, c'était un regard décentré par le management stratégique qui pourrait permettre de construire un pont entre des processus intérieurs et extérieurs à l'activité et aux organisations de *brokerage*.

### ***Ancrage et sujet de la thèse***

Dans le cadre de ce travail de thèse, il nous a donc semblé intéressant d'étudier **la formation de la stratégie dans l'activité d'intermédiation financière sur les marchés financiers de type boursier, ainsi que les sociétés et les acteurs qui la caractérisent. Le projet de recherche est de comprendre l'agir stratégique dans le *brokerage*.** Il convient ici de définir rapidement ce qui est entendu derrière ce dernier terme et en quoi notre ancrage en management stratégique est pertinent.

Le terme de *broker* signifie en anglais intermédiaire. En français, cet anglicisme est souvent conservé dans les milieux professionnels de la finance de marché – et nous ferons de même tout au long de cette thèse pour en respecter l'esprit- en particulier pour parler des ex-agents de change ou des courtiers en bourse mais aussi des sociétés elles-mêmes ayant une activité d'intermédiation. Ces sociétés sont organisées de telle façon que leur rôle principal de facilitateur sur les marchés se déroule au mieux. Il ne s'agit pas d'un rôle d'intermédiation au sens bancaire mais essentiellement de transmission des ordres pour acheter ou vendre des titres pour compte de tiers ayant reçu des conseils d'investissement qu'ils rémunèrent par la commission laissée à la société de *brokerage* au moment du dénouement des opérations. L'activité et les organisations de *brokerage* ainsi que les acteurs étudiés ici, seront plus particulièrement inscrits dans le marché des actions encore appelé le *cash equity*.

L'intérêt de ce marché des actions est, pour nous, triple : 1/ Par rapport aux autres types de marché, il est celui qui nous semble le plus à l'interface entre finance de marché et économie réelle puisque c'est lui qui assure le relai pour les entreprises qui ont des besoins majeurs de financement afin de se développer et de se maintenir ; il est donc fondamental pour aider à leur bonne santé, celle de l'économie et des emplois, celle de la Société. 2/ Il joue un rôle capital dans le développement des stratégies et de la gouvernance des entreprises puisqu'il est le lieu où elles trouvent leurs potentiels actionnaires. 3/ Enfin, c'est le marché sur lequel nous avons exercé pendant plus d'une douzaine d'années, ce qui nous facilite un accès au terrain parfois problématique pour certains travaux de recherche.

Vouloir comprendre à la fois ce qui est au cœur d'une activité, de ses organisations et de ses acteurs le tout inséré dans un contexte complexe est apparu rapidement comme un projet de recherche pertinent à l'aune du management stratégique. C'est probablement la discipline en sciences de gestion qui favorise le plus les mises en relation ne serait-ce que par son positionnement permettant emprunts, transversalité et fertilité. Le défi est alors de pouvoir justifier de ces emprunts en dépassant un certain effet de confusion. Il s'est agi d'explorer l'interaction de divers niveaux d'analyse (micro, méso, macro) pour en rendre la dynamique et éclairer l'action stratégique.

C'est là l'enjeu principal de notre travail centré sur la formation de la stratégie entendue comme « agir stratégique » expression que nous reprenons au titre de l'ouvrage coordonné par Desreumaux (2007). En effet, il nous semble traduire au mieux le terme « *strategizing* » propre à la perspective de la *Strategy-as-Practice* dans laquelle nous souhaitons nous inscrire aussi bien pour sa dimension intégrative (Dameron et Torset, 2009) que pour la place qu'elle donne aux acteurs.

*« Les acteurs compétents s'engagent dans la reproduction et la transformation des systèmes stratégiques [... ce] qui ne contredit pas le fait qu'il existe des configurations stratégiques qui sont contraignantes pour l'action des individus » (Rouleau, 1997).*

Peut-être pourrions-nous ainsi contribuer,

*« [...] en (nous) attaquant à la question de savoir comment les individus et/ou les organisations font des « choix stratégiques » en construisant progressivement leurs ensembles d'opportunités dans des environnements changeants et partiellement imprévisibles, [...] à l'élaboration d'une théorie dynamique de la stratégie », (Desreumaux, 2007).*

et, sans toutefois oublier, sa dimension praxéologique et sa responsabilité en Société (Martinet, 1984, 1997) ?

## **Architecture de la thèse**

Dans cette thèse, nous cherchons donc à comprendre les ressorts de l'agir stratégique ou *strategizing* dans l'activité de *brokerage* et les organisations qui la caractérisent. Pour cela, nous avons choisi d'avoir une démarche d'enquête, inspirée par la philosophie pragmatique, en partant de l'expérience même des praticiens.

Il n'y a donc pas de cadre théorique préétabli à cette recherche qui a suivi une boucle de connaissance abductive-inductive-déductive pour faire émerger du terrain des éléments à articuler, conceptualiser pour construire du plausible. Restituer une telle démarche s'est avéré une gageure au moment de l'écriture. Nous tentons donc ici de rendre compte de notre travail de recherche en respectant le plus possible les codes et canons de la rédaction académique mais aussi en essayant de souligner ce qui constitue l'originalité de notre processus.

Notre terrain étant celui des marchés financiers marqués par une grande richesse et une certaine complexité, il nous a d'abord semblé important dans le **chapitre 1** de plonger notre lecteur dans cet univers à la fois très médiatisé mais paradoxalement fortement méconnu ou objet de beaucoup d'idées préconçues. Face aux nombreuses questions que nous avons eues lors de présentations de notre recherche, nous avons volontairement décidé de traiter ce chapitre sur un ton plus pédagogique qu'académique facilitant ainsi une entrée en matière pour spécialiste comme non spécialiste.

Il s'est alors agi de définir la plupart des termes clés de ce terrain en partant du plus général avec la notion même de marché au plus particulier : l'intermédiation de type *brokerage* sur la Bourse française des actions, le cœur de notre sujet. Ces éclaircissements se sont accompagnés d'une mise en contexte en 1/ insistant particulièrement sur l'histoire liée des marchés et de cette activité, 2/ montrant sa structuration et ses fonctions, 3/ suivant ses acteurs dans leur quotidien pour en présenter leur diversité. Ces définitions et cette mise en contexte nous ont paru indispensables pour poser les limites de l'activité et du type d'organisation étudiées.

Le **chapitre 2** tend à montrer comment l'intermédiation de type *brokerage* est abordée dans la littérature académique au sens large ainsi que pourquoi et comment s'est construite la question de recherche dans le champ du management stratégique. Le terrain et les productions académiques auraient pu nous conduire en finance ou en sociologie de la finance. Néanmoins,

le regard décentré que nous avons souhaité porter à la fois en prenant en compte des niveaux multiples mais aussi en considérant la Pratique et les praticiens pour tenter de cerner ce qui était le moteur de cette activité et des organisations qui la caractérisent, était de l'ordre de la stratégie et de son processus de formation entendus de façon intégrative.

Après avoir donné à voir les diverses perspectives théoriques que nous avons rencontrées autour de la notion de *brokerage*, nous présentons donc dans ce chapitre comment la question de recherche a émergé. Nous précisons alors quelle est notre vision de la stratégie et pourquoi la perspective de la *Strategy-as-Practice* (SaP) nous a semblé opportune.

Le **chapitre 3** expose notre positionnement épistémologique et méthodologique. Il convient de rappeler ici, comme déjà souligné, qu'une préoccupation nous a guidée : établir un dialogue, tout au long de ce travail, entre les dimensions pratique et théorique. Dès notre changement d'activité professionnelle, notre préoccupation centrale a été de concilier projet de recherche et expérience terrain. Ce projet, inscrit dans le courant SaP, s'est heurté au double défi épistémologique et méthodologique qui implique déjà de différencier les deux niveaux encore trop souvent confondus.

Nous affichons donc dans ce chapitre notre ancrage philosophique marqué par le Pragmatisme pour l'articuler avec le paradigme épistémologique pragmatique et le canevas de la recherche tel que présenté par Avenier (2009). Nous montrons en quoi ce canevas guide nos choix pour une mise en œuvre méthodologique inspirée par la *Grounded Theory* et intégrant des outils qui facilitent l'accès aux savoirs de praticiens et à leur contexte, en particulier le récit de pratiques.

Le **chapitre 4**, quant à lui, donne à voir les éclairages qui ont pu être obtenus à travers le travail avec les praticiens et de conceptualisation. Il est écrit sous forme d'un double rendu, avec d'une part des échantillons de matériaux bruts et d'autre part, notre première élaboration d'un travail de représentation. Ce double rendu a pour projet de souligner, selon la terminologie de la *Grounded Theory*, comment se sont faits les passages des catégories substantives aux catégories formelles.

Les différentes catégories formelles se sont posées comme autant de parties d'un même puzzle à construire sans image prédéfinie et nous aident à comprendre quels sont les facteurs en œuvre qui motivent l'agir stratégique ou *strategizing* dans l'activité de *brokerage*. Ces

facteurs se complètent tout en étant sur divers niveaux d'analyse comme entendus dans une perspective SaP.

Le **chapitre 5** présente la montée en conceptualisation avec un travail de théorisation en vue d'obtenir une représentation globale. Il s'agit d'une tentative de modélisation articulant les divers niveaux pour fournir une grille de lecture plausible concernant l'agir stratégique dans l'intermédiation financière de type *brokerage*. Ces niveaux peuvent s'appréhender grâce à des dimensions théoriques complémentaires.

Ce chapitre précise aussi en quoi notre modèle appelle des prolongements sur le plan pratique. Il facilite une relecture de l'activité de *brokerage* vue dans sa complexité, son rôle stratégique, une perspective renouvelée et permet d'esquisser quelques pistes organisationnelles et managériales.

Enfin, la **conclusion générale**, après une synthèse de l'ensemble du travail de recherche, souligne ses apports mais aussi ses limites. De plus, elle précisera les perspectives qui s'ouvrent encore.

**CHAPITRE 1.**  
**MARCHÉS, INTERMÉDIATION ET *BROKERAGE* :**  
**QUELS LIENS ?**



« *The people on the trading floor are highly focused. They stare intently at computer screens, hold several phones at once or shout information to nearby colleagues in staccato bursts. [...] No one is distracted. [...] Money thought invisible here, is in constant motion. The energy of the market infects everyone, myself included* »,  
Mitchel Abolafia (2001)<sup>1</sup>.

## Introduction

Parler de l'activité d'intermédiation financière de type *Brokerage*, c'est avant tout s'inscrire dans ce qui constitue les marchés financiers communément appelés la Bourse. Cependant, derrière l'imaginaire collectif, les expressions consacrées, il convient de cerner le contexte de notre sujet, sa définition et ses limites en nous arrêtant sur les notions d'intermédiation, d'intermédiaires financiers et de *brokerage* afin de les éclairer et de comprendre pourquoi et comment elles sont structurellement rattachées au système financier dans son ensemble. Ce dernier est censé assurer la répartition des flux entre épargnants et emprunteurs ; il assume ainsi un rôle global d'intermédiation puisqu'il permet aux agents en capacité de financement de rencontrer les agents en besoin de financement (Mishkin, 2004).

Dans la pratique, le système financier comprend divers niveaux d'intermédiaires qui contribuent à ce jeu de rencontres comme des facilitateurs. Ils jouent des rôles divers, souvent complémentaires mais bien souvent imbriqués. Leur étude est difficile si on ne définit pas au préalable ce dont on parle, de façon précise.

Nous allons donc, dans le présent chapitre, présenter successivement le marché tel qu'il est perçu, défini puis retenu ici et nous arrêter sur la notion d'intermédiation, avant de montrer les spécificités de la forme d'intermédiation qui est au cœur de notre recherche, le *brokerage*.

Il s'agit plus précisément du *brokerage* de type *cash equity* c'est-à-dire sur le marché des actions ; ici, celles échangées sur la place de Paris dans le cadre d'EURONEXT France.

---

<sup>1</sup> Notre traduction : « Les gens de la salle des marchés sont fortement concentrés. Ils regardent attentivement leurs écrans d'ordinateur, tiennent plusieurs téléphones à la fois ou crient des informations en rafales saccadées à des collègues proches. [...] Personne n'est distrait. [...] L'argent invisible ici, est une constante présence en mouvement. L'énergie du marché infecte tout le monde, moi inclus ».

## **1.1. Des marchés financiers entre mythe et réalité ?**

Le système financier dans son ensemble comprend les marchés financiers, les intermédiaires et toutes les institutions impliquées dans les décisions financières qui alimentent les flux financiers. Ce système complexe et ses acteurs sont censés exister avec pour objectif de faciliter une allocation efficace des ressources et des risques (Allen et Gale, 2004).

Mais, avant de comprendre ce qui est au cœur de l'intermédiation financière de type *brokerage*, il convient de se pencher sur le système dans lequel cette activité intervient : les marchés eux-mêmes, leur structuration, leurs origines, avec une attention particulière sur la situation française, qui est le cadre de notre recherche.

### **1.1.1. Marchés de capitaux versus marchés financiers**

Lorsqu'on parle du système financier, on a un sentiment confus, celui d'une mécanique qui serait bien huilée mais dont peu de personnes comprendraient le fonctionnement et les logiques internes. Ce système accorde une place prépondérante aux marchés, mais qui sont-ils et pourquoi au pluriel ? Où trouvent-ils leurs origines et comment sont ils organisés ? Autant de questions auxquelles nous allons tenter de répondre ici.

#### **1.1.1.1. Le système financier**

Marchés, intermédiaires, sociétés de services financiers, institutions de contrôle, mais aussi gouvernements, entreprises et ménages, sont autant d'éléments qui composent le système financier dans lequel la plupart des pays en économie capitaliste évoluent.

Du fait des échanges économiques (produits comme services) qui ont dépassé les frontières, ce système est mondial. Il est totalement intégré sous la forme d'un vaste réseau international s'appuyant sur des outils informatiques puissants qui permettent un fonctionnement continu des opérations et alimentent ce système. Les flux qui s'y opèrent suivent toujours les mêmes interactions entre pourvoyeurs et demandeurs de fonds, seules les tailles des opérations varient fortement en fonction des donneurs d'ordre.

En même temps, la maturité économique d'une zone géographique s'évalue aussi à sa capacité à soutenir un fonctionnement évolué du système financier correspondant. Il existe donc des institutions et des organisations financières qui diffèrent d'une région à l'autre mais en conservant une logique globale commune.

C'est pourquoi, comprendre un système financier est plus simple par ses fonctions que par ses structures. Bodie et Merton (2007) proposent une approche fonctionnelle qui recense six fonctions capitales communes à l'ensemble du système et à ses composantes régionales :

- La première fonction consiste à transférer les ressources économiques en dépassant les limites temporelles et spatiales. Par exemple, nous avons vu avec la dernière crise des *subprimes*<sup>\*2</sup>, parfois avec surprise pour certains, que l'épargne placée à long terme de certaines institutions européennes avait pu servir à financer à moyen terme l'achat de maison pour des ménages américains. L'esprit de ces transferts de ressources est la recherche de la meilleure rentabilité, mais ceci ne saurait pas nous faire oublier la seconde fonction du système financier.
- Gérer le risque est, en effet, un rôle capital qui est censé aussi supporter le système. Souvent, la gestion du risque passe par une dilution au travers de contrats qui vont le scinder en autant de porteurs. Ils se verront donc transférer une part du risque en échange d'un espoir de rentabilité. Il n'existe donc pas de placement sans risque dans le système financier et plus la rentabilité attendue est forte, plus le risque est élevé. Fractionner est donc de mise.
- Mettre en commun les ressources et en subdiviser la propriété est rendu possible par les mécanismes du système et constitue la quatrième fonction de celui-ci. Ainsi, c'est l'accumulation de l'épargne de multitudes de ménages qui va pouvoir aboutir au financement d'un grand projet de croissance d'une entreprise cotée ou d'un programme d'envergure d'une région, d'un État.
- Informer est également essentiel au système pour fonctionner. Il est particulièrement tenu d'être en mesure de donner des éléments fiables permettant de former le prix de tous les échanges assurés en son sein. Ces prix peuvent être celui des actifs mais aussi les taux d'intérêt.
- Gérer la question des incitations est enfin la dernière fonction importante du système financier car elle implique la bonne régulation d'ensemble en tentant de contrôler les problèmes d'aléa moral\*, de sélection adverse\* ou les conflits d'agence\*.

Les terrains privilégiés du système financier pour mettre en œuvre ses fonctions intrinsèques sont les marchés, mais que se cache-t-il derrière ce terme ?

---

<sup>2</sup> Nota : Dans le corps de la thèse, les termes suivi d'un \* font l'objet d'un lexique.

### **1.1.1.2. La notion de marché**

Que faut-il entendre par « marché » ? S'agit-il de cette entité abstraite dont les médias nous parlent quotidiennement, pour en mesurer régulièrement la santé, comme si celle de l'économie mondiale en dépendait ?

Les marchés ont une existence ancienne qui dépasse largement celle des seuls marchés du système financier. En effet, un marché existe, et ce depuis le début de l'Histoire, comme l'attestent les premières traces d'écriture de l'époque des civilisations mésopotamiennes, dès que des individus se rencontrent en un lieu donné public, les uns pour vendre et les autres pour acheter.

Mac Millan (2003) souligne pourtant que cette définition reste superficielle car il y manque un facteur important qui est l'autonomie de prise de décision. Il s'agit pour les deux parties en présence d'aboutir à une transaction en toute connaissance de causes, dans un état de liberté conditionné cependant par des règles communes, des coutumes, voire des institutions. La concurrence vise à favoriser le choix et donc la liberté de ce choix. Les échanges sur un marché sont donc volontaires, mais encadrés par des conditions admises et connues de tous ceux qui y participent.

Nous pouvons souligner à ce stade qu'un marché, quel qu'il soit, n'est pas si incompréhensible et que « la main invisible » de Smith qui le guide n'a rien de divin ou de miraculeux. Il s'agit seulement d'une combinaison complexe de pratiques, de règles et d'institutions humaines. Comme précisé par Simmel (1900, trad. éd. 1978), l'échange est « l'une des formes les plus pures et primitives de la socialisation humaine » et le marché, lieu formalisé de cet échange, par les hommes et pour les hommes, s'entend alors comme un construit social. Il va favoriser ces échanges en les organisant, c'est-à-dire en structurant l'offre et la demande, en permettant d'accéder à une information fluide et similaire pour toutes les parties en présence, en imposant des règles communes à tous et en induisant des conventions.

Il n'en demeure pas moins que pour la plupart, les marchés financiers restent hermétiques et provoquent interrogations, fascination ou répulsion. Force est de reconnaître que pendant longtemps, on a pu parler de la boîte noire qu'est l'entreprise en économie, mais on aurait pu appliquer la même expression aux marchés. La théorie économique traditionnelle explique peu, en fait, la façon dont les marchés jouent leur rôle, alors même qu'elle est censée largement les étudier. Elle s'attache plus à schématiser l'offre et la demande qu'à la manière

dont les prix se forment et à la forme institutionnelle qu'est le marché lui-même. Quelques travaux d'économie cependant s'y intéressent avec, par exemple, la théorie des jeux sur les processus de l'échange ou encore, les coûts de transaction et l'asymétrie de l'information qui pointent les frictions d'un marché reconnu ainsi comme imparfait.

Les marchés sont donc complexes et les marchés financiers peut-être encore plus, par les produits très particuliers qui y sont échangés et par leur position centrale dans le système économique-financier actuel. Ils sont communément le lieu où se rencontrent l'offre et la demande de financement.

### **1.1.1.3. Composition des marchés financiers**

Les marchés financiers sont animés par des acteurs variés (ménages, entreprises, organismes financiers, États...) qui agissent avec des horizons d'investissement ou de financement variés, voire pour de la spéculation. Leur rôle est essentiel dans le financement de l'économie, plus particulièrement depuis le XIX<sup>ème</sup> siècle qui a vu naître de grands projets d'aménagement dont les exemples les plus connus sont le canal de Suez, le canal de Panama et les premières grandes lignes de chemin de fer. Ces marchés ont donc accompagné la croissance mondiale qui ne pouvait plus être portée par les seuls financements bancaires. Le pays qui a le plus utilisé le recours aux marchés financiers est les États-Unis : l'économie y est financée aux deux tiers par ce système, contre environ un tiers pour l'Europe hors Grande-Bretagne. Les sommes en jeu sont actuellement considérables avec plus de 30 000 milliards d'euros sur les bourses mondiales estimés à mi 2010 et près de 60 000 milliards d'euros sur le seul marché de la dette (*Le Monde*, 22 mai 2010) dont 1 189 milliards d'euros d'emprunts français.

Les marchés financiers classiques sont souvent dits organisés par opposition au gré à gré ou *Over The Counter\** (OTC). Ils ont des règles publiques de fonctionnement visant une collecte quasi-industrielle des ressources financières en vue de les transformer et de les réallouer de façon optimale, c'est-à-dire avec un fonctionnement le moins onéreux possible et capable de donner à tout moment un prix adéquat, celui qui va refléter la « juste valeur » du produit ou du service faisant l'objet de l'offre et de la demande. Nous trouvons dans les marchés financiers, divers types de marchés qui sont généralement les marchés des changes, les marchés monétaires et celui des capitaux à long terme appelé souvent la Bourse. La Bourse comprend notamment le marché obligataire et celui des actions – ce dernier est celui qui nous intéresse plus particulièrement dans cette recherche.

Pour mémoire, nous décrivons, brièvement ci-après, ces divers marchés et leurs fonctions :

- Les marchés des changes sont ceux où s'établissent les parités entre devises, systèmes où les changes flottants dominent ainsi que des fluctuations incessantes depuis que la convertibilité de l'US Dollar en or a été suspendue en 1971 par le président Nixon. Il comprend deux grands compartiments, le marché de change au comptant ou *spot*\* et le marché de change à terme ou *forward*\*. Le marché *spot* concerne l'achat et la vente de monnaies livrables sous deux jours ouvrables après l'opération. C'est un marché important où près de l'équivalent de 2 000 milliards de dollars sont échangés quotidiennement mais où seulement 10 % environ correspondent à des opérations concrètes d'échange, le reste étant le fait de la spéculation et des arbitrages. Il est ancien dans sa structure et reste donc un marché de gré à gré fonctionnant 24 heures sur 24, et sur lequel la plupart des cambistes se connaissent : ils travaillent pour le compte exclusif d'institutions financières et de banques, dont les banques centrales, qui font appel à leurs services pour préserver l'anonymat des donneurs d'ordres. Le marché *forward* est un contrat entre deux parties qui indique que l'une (souvent une banque) livrera à l'autre (le client) une devise contre la monnaie locale à une échéance préalablement définie et à un cours garanti. Le cours se forme alors en fonction du change *spot*, des taux d'intérêts liés aux monnaies, du volume et de la durée du contrat. C'est un marché de couverture contre le risque devise notamment en commerce international, mais aussi spéculatif et d'arbitrage.
- Les marchés monétaires, quant à eux, sont aussi qualifiés de marchés de taux à court terme. Ils sont principalement là pour tenter de maîtriser la masse monétaire en circulation dans une économie donnée – donc, pour assurer un contrôle de l'inflation. Ils sont le lieu où les institutions financières s'échangent des liquidités. Les acteurs majeurs de ces marchés sont de ce fait, les banques centrales qui surveillent et régulent le système en se posant comme prêteurs en dernier ressort. En France, les marchés monétaires sont essentiellement formés par le marché interbancaire et celui des titres de créances négociables dits TCN. Le premier est entre les mains de la Banque de France, les organismes publics ou parapublics, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement qui s'y refinancent à court terme à travers des opérations d'*open market*\* ou des facilités permanentes. Le marché des TCN est quant à lui plus ouvert, car il est accessible à l'ensemble

des agents économiques. On y trouve des billets de trésorerie, des certificats de dépôts et des bons du Trésor.

- Enfin, les marchés de capitaux à proprement dits (ceci même s'il y a souvent confusion entre les termes de marchés financiers et marchés de capitaux) correspondent à ce qui est communément appelé la Bourse. Ils sont donc traditionnellement formés du marché obligataire et du marché actions même si, de plus en plus, les investisseurs peuvent y trouver des produits nouveaux comme les titres d'OPCVM\*, des options et des contrats à terme avec ces dernières années un développement phénoménal des marchés à terme et dérivés. Les obligations sont des créances représentatives d'un emprunt émis par une société, une collectivité ou un État ; tandis que les actions représentent un titre de propriété d'une part du capital d'une société. Ces marchés de capitaux, outre une répartition par produits, sont aussi divisés en fonction d'opérations primaires ou secondaires, c'est-à-dire selon que les titres sont initialement vendus, directement par l'émetteur ou bien par des détenteurs de seconde main. Actuellement, le marché de capitaux le plus connu et le plus vaste au monde est NYSE-EURONEXT<sup>3</sup>, né de la fusion entre l'une des plus importantes bourses d'Amérique du Nord et la première bourse paneuropéenne. Il regroupe la plupart des transactions réalisées sur les marchés organisés américains et européens.

L'ensemble de notre recherche porte sur les marchés financiers et plus particulièrement sur les marchés de capitaux à long terme et organisés que sont les marchés actions en France, marché local intégré dans NYSE-EURONEXT. Elle se concentre sur le type d'intermédiation qui s'y est développée, comme nous allons le montrer en détail dans les pages suivantes. Le marché actions est particulièrement important car il est au cœur de l'économie, en assurant le financement direct des entreprises et en entrant, par le jeu des actionnaires, dans leur stratégie même. Il nous a semblé intéressant d'y porter un regard renouvelé, mais pour cela nous devons commencer par rappeler ses fondements et plus particulièrement son histoire.

### **1.1.2. Origines et fonctions des marchés financiers**

L'histoire des marchés financiers a des origines variées et fort anciennes. Il n'existe des organisations similaires à celles du *brokerage* que depuis le développement des Grandes Découvertes et la mise en place d'une économie d'échanges internationaux durant les dits

---

<sup>3</sup> Cf. Annexe 1 : NYSE-EURONEXT.

« Temps Modernes ». Il semble ici particulièrement important de s'y attarder car cette histoire ressort comme très prégnante ; elle marque encore d'une certaine façon le quotidien des acteurs, la structure et les organisations des bourses.

### **1.1.2.1. Les fondements historiques**

Pour Braudel (1979), certaines opérations financières, comme le change sont pratiquées dès la Grèce Antique et l'Italie des cités – Gênes, Venise, Florence... –, et donnent naissance aux premières galaxies bancaires, mais c'est seulement au XVI<sup>ème</sup> siècle aux Pays-Bas que l'on peut parler d'institutionnalisation de la Bourse – du nom d'un bourgeois de la ville de Bruges, Monsieur Van der BÛrse.

À Amsterdam, la nouvelle Bourse achevée en 1601 et qui remplace celle de 1531, fait face au bâtiment de la Compagnie des Indes orientales (une des premières sociétés par actions négociables, créée en 1602) nous montrant, si besoin est, la liaison entre développement de l'activité financière et ouverture internationale.

Les banquiers sont là pour prêter aux princes, tandis que les bourses semblent se développer pour financer la grande entreprise du futur à l'époque : l'entreprise coloniale. Rapidement, les transactions et les spéculations sont organisées par des marchands qui, de plus en plus, se transforment pour certains en courtiers professionnels assermentés, dotés de leurs propres règles. Ils s'appuient sur un réseau interne fortement marqué par la culture protestante, caractérisée par un certain réalisme économique<sup>4</sup> et qui permet aussi, guerres de religion et persécutions aidant, de trouver des relais transnationaux.

À Londres, un certain Thomas Gresham crée une bourse en 1566 qui deviendra le Royal Exchange en 1571 mais ce n'est qu'à partir de 1695 que les titres financiers remplaçant les marchandises commencent à faire l'objet de transactions en copiant, avant de la supplanter, l'organisation hollandaise. C'est donc bien en Grande-Bretagne que va s'engager le phénomène de dématérialisation avec du papier monnaie et des effets de commerce qui circulent plutôt que du métal précieux ou des pièces. La cote des valeurs sera régulièrement publiée à Londres après 1714.

En parallèle, pour répondre à la complexité croissante des échanges dans un contexte d'ouverture internationale extensive, la bourse anglaise développe l'intermédiation, *via* des professionnels qui vont se consacrer, comme on le verra plus loin, aux émissions et aux

---

<sup>4</sup> Pour plus de détails, se reporter à Max Weber *L'Éthique protestante et l'esprit du capitalisme* (1904, éd. 2004).

placements des titres.

Pour la France, même si Philippe le Bel avait attribué à la corporation des « courratiers de change » le monopole du change des monnaies – sous le pont de Paris du même nom –, le premier marché français organisé de valeurs mobilières, est créé à Lyon en 1595, mais sans pouvoir trouver un développement comparable à ses confrères étrangers.

C'est à la suite de la banqueroute de Law (1720), qu'un arrêt du Conseil d'État, l'Édit de Fontainebleau (1724), fonde les bases d'une Bourse, localisée d'abord à l'hôtel de Nevers à Paris. Les transactions sont strictement réservées aux agents de change – devenus courtiers –, les transactions à terme sont interdites et les femmes, *personae non grata* – ceci perdurera jusqu'à récemment<sup>5</sup>.

La Bourse sera déménagée à plusieurs reprises. Fermé un temps sous la Révolution, elle va trouver en Napoléon I<sup>er</sup>, conscient du rôle de l'organisation financière comme support d'une puissance stratégique face à la City de Londres, un ardent défenseur. En 1820, elle s'installe durablement dans une copie de temple romain – le fameux Palais Brongniart immortalisé par Balzac et Zola –, et ce jusqu'à l'avènement, ces deux dernières décennies, des salles de marché.

### 1.1.2.2. Sentiment de profession à l'anglo-saxonne et institutionnalisation

Les années 1800 à 1970 marquent ce que nous appellerons à l'instar de Godechot (2001) « l'état ancien de la bourse » et, même si elles ne sont pas exemptes de changements, restent relativement stables en matière de contraintes structurales. C'est alors que les acteurs de la bourse s'organisent en *professions*, au sens anglo-saxon du terme<sup>6</sup>, voire en véritables corporations selon les pays. Cette organisation imprimera une marque profonde dans l'état d'esprit des métiers de la bourse et alimente, probablement encore dans une certaine mesure, l'imaginaire collectif.

Dans des pays comme la Grande-Bretagne et, déjà, les États-Unis, le développement du

---

<sup>5</sup> En 1967, les femmes peuvent venir en Bourse essentiellement comme subalternes ; elles n'ont accès aux métiers du *front-office* qu'avec la réforme des années 1980 et restent, jusqu'aux années 2000, très minoritaires en France dans ces types de poste (vendeurs, *traders*, négociateurs).

<sup>6</sup> C'est-à-dire au sens des sociologues fonctionnalistes pour qui les *professions* sont au cœur du développement des sociétés modernes dans lesquelles elles assurent la cohérence du système sur le plan social comme moral. Pour la plupart de ces sociologues, deux traits caractérisent les *professions* : la compétence, techniquement et scientifiquement fondée, et l'acceptation d'un code éthique commun. Dans cette mouvance, Wilensky (1964) définit une profession par six caractéristiques : Être exercée à plein temps ; comporter des règles d'activité ; comprendre une formation et des écoles spécialisées ; posséder des organisations professionnelles ; comporter une protection légale du monopole ; avoir établi un code de déontologie.

marché boursier est spectaculaire au cours du XIX<sup>ème</sup> siècle. Il accompagne la transformation de l'économie, l'industrialisation et les grands projets. La Bourse devient ainsi une activité quotidienne dans un lieu réservé où se confrontent l'offre et la demande pour une classe donnée de titres. La cotation obtenue marque le « juste » prix de l'échange conclu. Cette transaction se fait à des niveaux de matérialité qui s'estompent et une certaine complexité s'installe (diversité des types de titres par exemple), ce qui ferme les portes à l'amateurisme et oblige le recours croissant à des professionnels travaillant pour le compte de tiers. La différence entre ces professionnels et le commun s'affiche puisque l'accès au lieu même de l'échange entre contreparties leur est de plus en plus exclusivement réservé – déjà en France, en 1774, un piédestal dit le « parquet » est érigé pour les séparer du reste du tout venant.

Au sein de l'hémicycle, les transactions tendent à se faire de façon symétrique entre individus d'un même monde, également initiés, pourrait-on dire, au jeu qui est en cours, à ses codes, rites comme vocabulaire. Pour Godechot (2001) : « L'asymétrie est donc reportée sur le marché boursier, hors de la place marchande, dans les charges des agents de change où les relations marchandes prennent le plus souvent une forme personnalisée (le bourgeois a « son » agent de change) ». Cette personnalisation est à souligner car elle existe encore (sous une forme atténuée et pour combien de temps ?) dans les relations entretenues par le *broker* moderne avec ses clients institutionnels ou non.

Braudel (1979) nous montre que, très tôt, les spéculateurs de la Bourse cherchent à s'approprier toutes formes d'information pour en tirer avantage comme « le baron de Jouasso (qui) se vantait de pouvoir gagner cent mille écus dans le jour s'il pouvait apprendre la mort du roi d'Espagne cinq ou six heures avant qu'elle fût publique à Amsterdam ». Cependant, il y a là inégalité dans l'opportunité de gains, car tous les agents n'ont pas le même accès et la même maîtrise de l'information. Il faut donc prendre des mesures pour estomper cette injustice et maintenir la confiance en ceux qui traitent professionnellement. C'est une démarche qui se fait alors progressivement avec l'arbitrage de l'État certes, mais surtout à travers cette communauté de professionnels qui s'organisent avec plus ou moins de frictions pour s'autoréguler en partie et juger ce qui est licite ou pas.

À Londres, c'est la mise en place de la *single capacity* qui marque le pas en empêchant les membres du *Stock Exchange* de procéder à des transactions à la fois pour compte propre et pour compte de tiers, – limitant ainsi les risques de manipulation du marché pour tirer des profits personnels. Au XVIII<sup>ème</sup> siècle, c'est à travers la constitution de *private gentlemen's club* entre ces mêmes membres du *Stock Exchange* que des réflexions sont nées et ont abouti à

l'adoption de cette règle. Elle signe aussi l'acte de naissance de la qualité de *broker*. En effet, dès lors les professionnels autorisés à traiter sur le parquet se divisent en deux groupes : les *jobbers* qui spéculent pour compte propre et les *brokers* qui sont des intermédiaires, des courtiers. En 1820, les statuts de la bourse anglaise sont officiellement posés par l'État à travers la tutelle de la Banque d'Angleterre et cette division du travail *jobbers/brokers* reprise et redéfinie pour perdurer jusqu'en 1983.

À la jonction XVIII/XIX<sup>ème</sup> siècle, l'État, après avoir surtout entretenu des relations avec la Bourse pour l'émission importante de titres, réalise que pour assurer la pérennité de son refinancement à bon marché, il doit aussi maintenir une certaine réglementation sur les transactions boursières et les métiers connexes. Une forte interconnexion États/Bourses est en train de se mettre en place et explique même, selon des auteurs comme Marx (1867, éd. 2005), une véritable professionnalisation et institutionnalisation des activités boursières qui va prendre différentes formes selon les pays, formes qui resteront inchangées pendant près de deux siècles.

### **1.1.2.3. Le cas français**

Bonaparte aurait dit, parlant des courtiers : « Les agioteurs sont des hommes sans État, sans capitaux, sans patrie qui vendent et achètent chaque jour pour dix fois de rente en 5 % qu'il n'en trouve sur le marché » (*Les Echos*, numéro spécial « Enjeux », novembre 2006). Il tint à poser alors des bases saines pour établir un niveau de confiance relatif entre Français et système de financement par la Bourse, un système fondamental et solide pendant des décennies.

C'est par le décret du 19 mars 1801, le Code du commerce de 1807 et l'ordonnance de 1816 que les agents de change, sous la houlette de l'État, sont organisés en corps, avec ses droits et ses devoirs concernant l'activité de monopole des transactions boursières. La Compagnie des agents de change relevant du Ministère des Finances est née alors. Ce ministère lui reconnaît, à travers sa chambre syndicale, des pouvoirs de représentation et des pouvoirs disciplinaires ; il fixe un *numerus clausus* officiel d'agents (en moyenne une soixantaine à Paris sur la période moderne). Devenir courtier, donc « officier ministériel » passe par l'acquisition d'une charge, une reconnaissance d'aptitude professionnelle, la soumission d'un dossier à la chambre syndicale et, surtout, la cooptation de ses futurs pairs. Outre le rapport de confiance et de transparence, la solidarité joue aussi sur le plan financier. En effet, en échange du monopole conféré de négociation, les agents de change soumis aux

règles communes (ne pas être la contrepartie des clients, ne pas passer d'ordre pour compte propre, adhérer aux divers organismes de Bourse) sont responsables financièrement sur leurs biens propres qui, en cas d'insuffisance, sont renforcés par la communauté des agents – ceci à travers une caisse de solidarité créée dès 1822 et officialisée en 1890 pour la rendre obligatoire.

Pour la Compagnie des agents de change, le métier est donné comme celui d'un exécutant dans la mesure où l'agent exécute les ordres de vente ou d'achat qui lui ont été confiés en Bourse, à la criée principalement, selon un processus de *fixing*\*. C'est un métier qui ouvre l'appétit de certains. Ce monopole est ainsi longuement contesté, en particulier par les banques qui sont intéressées par l'organisation du marché et reprochent aux agents de privilégier leurs clients par rapport à leurs ordres sur le marché de la rente d'État. Mais, la Compagnie des agents de change réagira toujours fortement à ce qu'elle considère comme l'intrusion du « grand capital » ; par exemple, en 1895 suivant Verley (1989), un agent, pourtant proposé par un autre démissionnaire, est refusé pour cause « d'attaches avec un établissement de crédit » et plus récemment, l'arrivée des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM\*) et particulièrement des Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV\*) est jugée par certains agents comme un facteur favorisant plus l'entrée des banques de dépôts sur les marchés que celles des petits porteurs.

D'autre part, tout un univers parallèle se développe pour essayer tant bien que mal de concurrencer les agents de change et leur monopole. Proudhon (1857) distingue trois catégories : les remisiers qui transmettaient des ordres groupés pour leur propre clientèle aux agents officiels en échange d'une « remise » liée au volume, les courtiers « marrons » et les coulissiers qui faisaient le même travail que les agents officiels dans la « coulisse » du parquet prohibé. Si la Compagnie les tolérait, c'était surtout pour permettre de limiter la concurrence en interne en évitant d'élargir ses effectifs au risque d'un moindre auto-contrôle. De toute façon, cet univers sera, au fil du temps, absorbé avec officialisation de la première catégorie par la chambre syndicale et création d'un « hors-cote » légal vers 1898 pour reprendre la « coulisse » face à la « cote » officielle publiée depuis 1866.

Il est évident que cette constitution des agents de change en une sorte de caste relativement fermée a permis de correspondre globalement à l'idéal-type des relations marchandes rationnelles et impersonnelles décrites par Weber (1921, trad. 1971) : établissement d'un prix, éthique, simultanéité de l'accord, transactions courtes, différentes contreparties. Cependant, elle a aussi joué en faveur d'un fort sentiment d'appartenance personnelle entre pairs et avec

les clients.

Du coup, les charges des agents de change – pouvant compter jusqu'à 200 employés pour les plus florissantes dans les périodes fastes – constituent des entreprises très paternalistes où l'on intègre selon les critères et le bon vouloir de l'agent-dirigeant qui va donner délégation ou non pour négocier les titres hors corbeille proprement dite<sup>7</sup>. Il n'est d'ailleurs pas étonnant de voir alors des noms de famille devenir célèbres et emblématiques d'un type de gestion du personnel en bourse ; à Lyon, on peut citer ainsi les Brac de La Perrière, les Michaux.

À tel agent de change est ainsi rattaché tel groupe de commis de bourse souvent entrés dans le métier par un heureux hasard et formés sur le tas. Retenus donc plus pour un potentiel d'aptitudes que pour des diplômes (ils ne possédaient pour la plupart que le brevet, puis plus tard le baccalauréat), ils forment un ensemble disparate par ses origines – classes populaires, petite bourgeoisie – mais ils restent fidèles à leur charge de rattachement et à son esprit maison, car ils sont conscients de l'ascenseur économique (niveaux de salaire, primes, petites spéculations personnelles tolérées...) et de la mobilité statutaire interne qui leur a été offerte. On notera cependant que pratiquement aucun n'accède au statut d'agent de change même, qui se transmettra de plus en plus au fil du temps par héritage.

La communauté de professionnels – agents et commis –, ainsi constituée, peut être considérée comme une communauté intégrée de travail, une communauté d'initiés aux liens sociaux très forts. L'idée d'« initiation » est d'ailleurs frappante et de nombreux témoins de ce système encore en activité il y a une quinzaine d'années utilisaient cette expression pour qualifier leur formation interne, c'est-à-dire apprendre essentiellement comment « sentir le marché »<sup>8</sup> - en d'autres termes, avoir l'intuition des cours à venir par une pratique quotidienne du marché et la perception des flux. Comme le dit justement Godechot (2001) :

*« [...] l'agent de change (ou son commis), structurellement initié aux jeux de l'échange, s'informe de son client pour l'informer, c'est à dire réussit à donner du sens aux impacts sur le cours de l'information révélée par son client et à l'en informer moyennant finances, à savoir des courtages importants et réguliers ».*

*Brokers* et *Jobbers*, d'une part courtiers à la française et spéculateurs à la petite semaine, d'autre part, deux modèles se rejoignant parfois dans les actes mais pas toujours dans l'esprit fondateur, se mettent en place et traversent deux siècles en imposant à la majorité des marchés

---

<sup>7</sup> La corbeille est l'ancêtre du CAC 40 et comporte les valeurs les plus actives qui, avec l'accroissement des titres à traiter, resteront seuls accessibles aux agents de change en personne.

<sup>8</sup> Expression fréquemment utilisée dans les salles de marché par les anciens commis devenus négociateurs ou « CAC-men », c'est-à-dire assistants de la jeune génération de *brokers* pour qui ils passent et travaillent les ordres de vente ou d'achat *via* le système électronique direct, le but étant d'obtenir le prix le plus correct.

occidentaux, des bases encore présentes dans les règles, édictées ou tacites, du fonctionnement, affiché ou non, des marchés électroniques contemporains.

### **1.1.3. La Bourse en France aujourd'hui**

Le XX<sup>ème</sup> siècle va connaître des mouvements qui vont profondément changer la nature des marchés financiers, ceci avec une nette accélération sur les trente dernières années et une révolution apparente en termes d'organisation interne du système, donc des métiers.

#### **1.1.3.1. Les réformes des marchés**

Durant la première moitié de ce siècle, les bourses sont victimes d'abord des deux guerres mondiales et de crises qui les placent – et l'économie dans son ensemble d'ailleurs – sous la coupe de dictatures administratives, de frontières fermées avec perte de liberté de leurs acteurs. Seuls les marchés obligataires et les marchés des changes continuent à jouer un rôle déterminant durant cette période, dominée par l'Histoire, ceci par contraste avec les marchés actions. Dans un second temps, les marchés financiers vont purement disparaître dans certains pays à économie socialiste, tandis que pour d'autres, s'inscrivant dans un modèle libéral, deviennent un élément quasi-déterminant des politiques économiques, de la convergence économique et de la constitution de puissances économiques nationales, voire supranationales.

Après la Deuxième Guerre mondiale, le monde s'est partagé – approximativement jusqu'à la chute du mur de Berlin – en deux blocs. Le cadre de re-développement des marchés financiers apparaît clairement inscrit dans la logique des institutions qui sont alors mises en place, sous une initiative largement américaine qui laisse cependant un grand degré d'autonomie aux divers États en économie de marché.

En fait, comme au XVII<sup>ème</sup> siècle, lors de la première évolution des marchés financiers (dématérialisation et intermédiation professionnelle) à la suite du modèle anglais, un pays plus développé industriellement montre la voie en procédant à des innovations financières et en déclenchant une transformation de l'ordre financier.

Ici, il s'agit des États-Unis qui vont donner le « la » à cette deuxième grande transformation marquée par la globalisation et l'unification des marchés financiers. Dans une certaine mesure, les États-Unis, par les initiatives prises, les lois qu'ils votent et les accords internationaux qu'ils promeuvent vont accélérer le processus de recomposition financière – et ceci de façon telle qu'ils seront suivis par la plupart des pays occidentaux.

Si aux États-Unis, la transformation des marchés est réalisée progressivement et sous l'impulsion majeure du terrain, en France – comme dans le reste de l'Europe continentale d'ailleurs –, elle reste essentiellement dirigée par l'État et débute à la fin des années 1970 pour s'accélérer entre 1986 et 1988. Elle trouve trois supports : le monde de la banque intéressé par les succès de la nouvelle organisation du leader américain, la haute fonction publique favorable au modèle pour ne pas laisser s'échapper une place dans le nouvel ordre économique-financier mondial qui se dessine et les professionnels de la bourse confrontés à la concurrence des bourses étrangères. Les facteurs déclencheurs de cette transformation sont aussi connus sous le qualificatif des « trois D » pour Décloisonnement, Dérégulation, Désintermédiation bancaire (Bourguinat, 1992) :

- Le decloisonnement signifie la suppression des barrières réglementaires et techniques entre produits et acteurs pour imposer un grand marché unifié.
- La dérégulation est, dans l'idéal, la mise à égalité de tous les acteurs devant le marché et de tous les investisseurs devant l'ensemble des émetteurs et suppose un fonctionnement efficient des marchés où la libre concurrence et la qualité des prix jouent un rôle majeur.
- La désintermédiation bancaire, quant à elle, vise à supprimer le rôle d'amortisseur et d'écran joué par les banques en se substituant trop souvent au jeu du marché et en distribuant des crédits, encadrés par exemple, et à stimuler la croissance en permettant aux entreprises de se financer directement et rapidement sur les marchés.

Le gouvernement alors en place, après avoir renoncé à une politique interventionniste, décide d'agir directement sur les circuits financiers dans leur ensemble pour permettre au nombre le plus large d'accéder aux divers marchés. La Bourse se trouve donc prise dans le vent de réformes qui souffle alors et qui semble inévitable pour lutter contre la concurrence de la place de Londres qui, ayant déjà connu son « *Big-Bang* »<sup>9</sup> sur le modèle américain, est alors en train de se tailler la part belle en Europe – ainsi à cette époque, il était de bon ton pour les entreprises françaises d'avoir des titres activement traités à la *City*.

La logique globale de la réforme se retrouve déjà dans le rapport de la Commission Pérouse en septembre 1980 qui porte sur la modernisation des méthodes de cotation,

---

<sup>9</sup> Qualificatif utilisé alors par les professionnels anglo-saxons pour nommer les réformes et leurs conséquences sur l'organisation des activités de marché financier.

d'échange et de conservation des valeurs mobilières. Il donnera lieu à trois évolutions, essentielles pour comprendre le système actuellement en place : la création de marchés dérivés proprement dit, l'informatisation des cotations et la disparition à terme de la Compagnie des agents de change :

- Ainsi, le Marché à Terme des Instruments Financiers (MATIF\*) ouvre le 20 février 1986 et le Marché d'Options Négociables de Paris (MONEP\*) le 10 septembre 1987. Ils se cherchent pendant une dizaine d'années avec des dérapages fracassants, un système à la criée et de nouveaux types d'intermédiaires<sup>10</sup> qui vont disparaître dès 1998 avec l'informatisation des dérivés pour laisser la place à des professionnels d'un nouveau genre formés plus souvent sur les bancs d'écoles d'ingénieurs que sur le tas. Ils apportent aux marchés financiers une coloration qui se veut plus mathématique et qui contraste avec les professionnels traditionnels issus des charges familiales.
- À partir de juin 1986, la Bourse de Paris a acheté un logiciel canadien CATS, rebaptisé pour la circonstance CAC – Cotation Assistée en Continu – qui va se généraliser à l'ensemble des valeurs. La « corbeille » est démontée un an après pour devenir une pièce de musée. Naturellement, les relations de travail vont s'en trouver profondément modifiées. Entre professionnels de la bourse, c'est la fin d'une relation quotidienne sans distance et quasi fraternelle pour faire place à l'interface électronique. On est passé d'un espace temps à un autre, d'un temps discret avec des cotations journalières relativement fixes à une heure et un lieu donné à un temps en continu où, à tout instant, tout peut arriver en termes de cotation – c'est là un point capital pour la suite de notre développement, car il bouleverse totalement le métier. Certains gérants<sup>11</sup> nous ont dit que c'était comme si on leur avait demandé de passer d'un échange basé sur la réflexion à un échange de réactivité. Tout s'accélère et devient instantané. Par ailleurs, pour EB, ancien responsable des ventes<sup>12</sup>, « on est passé de relations entre pairs à une logique d'entreprise où seules nos relations avec le client sont restées valorisées et où il a fallu recréer un sentiment d'équipe en vue de la satisfaction de ce client-roi ; pour combien de temps encore ? ».

---

<sup>10</sup> C'est le cas des NIP, négociateurs individuels de parquet qui spéculent pour compte propre à l'image des *locals* anglo-saxons mais seront interdits après une dizaine d'années d'existence seulement.

<sup>11</sup> Cf. annexes 5 et 7 : Liste des entretiens et récits de pratiques.

<sup>12</sup> Cf. annexe 5 et 7 : Liste des entretiens et récits de pratiques.

L'équipe, par rapport à une charge traditionnelle, s'est réduite aux postes essentiels, en supprimant par exemple tous les petits commis, les « grouillots » nécessaires pour assurer les relais entre le parquet et les lieux d'accueil des clients et en automatisant les activités du *back-office* dévolues jusqu'alors à un personnel peu qualifié. Ce phénomène, couplé à de nécessaires investissements en matériel et en hommes formés, a précipité de nombreuses charges dans des situations financières difficiles.

- En janvier 1988, avec la loi Balladur, la Compagnie des agents de change est supprimée et les charges, qui demeuraient des sortes de PME, adoptent le statut de « sociétés de bourse » dont le capital est alors ouvert. Les banques n'hésitent pas à entrer en force dans la brèche pour exercer elles-mêmes ce métier tant convoité, ceci d'autant plus que le krach de 1987 a accentué la situation de crise de certaines charges. La plupart d'entre elles voient les familles s'effacer au profit des grands noms de la banque française ; par exemple, Du Bouzet à Paris et Brac de la Perrière à Lyon tombent dans l'escarcelle de la BNP ou Fauchet-Magnan dans celle de la Caisse des Dépôts et Consignations. La corporation est morte et en 1991, il ne restait plus que quatre sociétés de bourse indépendantes en France sur une quarantaine.

Les réformes de structures ont été mises en place pour faire de la Bourse française un espace ouvert où la concurrence devient internationale, un espace connaissant alors des évolutions réglementaires accélérées, surtout sur les vingt dernières années comme nous l'étudierons ultérieurement dans ses conséquences sur l'intermédiation de type *brokerage*.

Les années 1980 posent les bases d'une modernisation des structures aussi bien sur les plans administratif que technique (Belze et Spieser, 2005) et favorisent une industrialisation du système. Les bourses régionales (Bordeaux, Lille, Lyon, Nancy et Nantes) disparaissent pour favoriser une bourse nationale puis européenne adoptant en juillet 1996 la loi de Modernisation des activités financières qui transpose en droit Français la Directive Européenne des Marchés Financiers. La concurrence s'ouvre sur le territoire français mais certains autres marchés européens doivent en contrepartie devenir plus accessibles. Ces évolutions réglementaires demandent un cadre institutionnel très particulier.

### **1.1.3.2. Encadrement des activités de bourse**

En France, divers organismes assurent le triple idéal boursier de sécurité, de transparence et de bon fonctionnement (en fait, liquidité) des marchés de capitaux. Ces organismes sont

aussi qualifiés d’Autorités de Place en référence à la zone géographique ancienne qui regroupait la majorité des échanges physiques de la bourse nationale. Cette notion de Place devient de plus en plus obsolète dans la pratique du fait de la dématérialisation des marchés mais elle reste encore dans le vocabulaire boursier. Pour EURONEXT-France, on parle donc principalement de la Place de Paris.

En premier lieu, on trouve sur cette dernière l’Autorité des Marchés Financiers – AMF – qui est l’organisme responsable du bon fonctionnement de la Bourse et qui surveille particulièrement la qualité de l’information pour les investisseurs et la protection de l’épargne. Elle a un statut administratif et totalement indépendant, garanti notamment par une autonomie financière. Elle est issue de la fusion, suite à la loi financière de 2003, de trois organismes anciens que sont la Commissions des Opérations Boursières (COB) créée en 1967 sur le modèle américain de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), du Conseil des Marchés Financiers (CMF) créé en 1996 et héritier de la Compagnie des Agents de Change, et enfin du Conseil de Discipline de la Gestion Financière. L’AMF est souvent perçue comme le gendarme de la Bourse, ce qui est assez réducteur car, outre ses activités étendues de surveillance, de contrôle et de sanction, elle assure aussi un rôle capital de mise en œuvre de la réglementation boursière aussi bien sur le territoire français que dans le cadre international d’évolution des marchés en participant au *Committee of European Securities Regulators* (CESR) et au *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO).

D’autres organismes se rajoutent pour animer et structurer la Place de Paris. Il s’agit du ministère de l’Économie et des Finances qui intervient avec l’AMF, mais aussi de l’Association Française des Marchés financiers (AMAFI) qui représente les intérêts collectifs des métiers boursiers tant au niveau national et qu’international, du Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d’Investissement (CECEI) qui octroie les agréments pour la plupart des entreprises d’investissement ou encore de la Commission Bancaire qui veille au respect de la réglementation.

EURONEXT Paris se positionne non seulement comme une place boursière mais devient en même temps l’institution et l’entreprise de marché cotée sur elle-même, spécialisée dans l’organisation et le bon fonctionnement de la bourse, auprès des émetteurs et des investisseurs qui sont tous, mais sur des plans différents, ses clients.

EURONEXT est donc une entreprise privée cotée, née en septembre 2000 du rapprochement des bourses d’Amsterdam, Bruxelles et Paris et qui se sont alors cotées sur

elles-mêmes en changeant de raison sociale et en ouvrant leur capital à divers actionnaires. En 2002, la bourse du Portugal a rejoint EURONEXT qui rachetait cette même année le *London International Financial Futures and options Exchange* (LIFFE), marché des produits dérivés de Londres.

Ces rapprochements ont pris une forme fédérale permettant de respecter localement l'environnement culturel et juridique des pays concernés mais ont abouti, outre des capitaux croisés, à un marché unifié en termes de cotation, de compensation et de règlement-livraison facilitant l'accès aux divers titres cotés et à leur promotion. Les clients d'EURONEXT et les investisseurs bénéficient ainsi d'une réduction de coûts, de plus de liquidité et de transparence notamment au niveau de la fixation des prix reposant sur un système électronique de carnet d'ordres central. Il en ressort que les cotations se font sur la bourse d'origine de l'émetteur, mais tous les titres sont négociés sur une seule plate-forme de négociation intégrée avec des règles d'admission totalement harmonisées. Par conséquent, les émetteurs qui désirent faire une opération sur EURONEXT peuvent choisir leur point d'entrée : Amsterdam, Bruxelles, Paris, Lisbonne, New-York, voire Londres pour les dérivés. Les services proposés par EURONEXT dépassent largement ceux attendus traditionnellement jusque là pour une bourse, puisqu'en dehors de la gestion des opérations boursières, s'ajoutent des offres comme la vente de logiciels de cotation à d'autres bourses.

L'idée sous-jacente était initialement de construire un marché pan-européen qui couvrirait la zone euro. Durant 2006, diverses négociations de rapprochement se sont ouvertes, dans ce sens, avec d'autres bourses sur le continent comme *Borsa Italiana* ou *Deutsche Börse*. C'est finalement une solution transatlantique qui s'est mise en place car la stratégie et le jeu des fusions ont été beaucoup plus portés par les principaux actionnaires de ces entreprises de marché que par les considérations initiales de politique européenne. En juin 2006, EURONEXT et le *New York Stock Exchange* (NYSE) ont fusionné pour former la plus grande bourse mondiale avec une capitalisation boursière avoisinant alors les 15 000 milliards d'euros et renforçant ainsi le phénomène de globalisation en route avant la crise. NYSE-EURONEXT est donc une entreprise de marché nouvelle et gigantesque, cotée et assurant des cotations de part et d'autre de l'Atlantique.

Si nous prenons le cas du marché des actions sur EURONEXT France, marché qui servira précisément de contexte à notre recherche, nous pouvons comprendre comment il est organisé. Il a été longtemps compartimenté selon plusieurs marchés : Premier Marché, Second Marché, Nouveau Marché qui n'ont plus cours aujourd'hui.

Il reste cependant une même logique d'organisation qui veut que les actions des différentes sociétés sont classées suivant leur taille, mais actuellement sur un même et unique marché appelé EUROLIST<sup>13</sup>. Il s'agit en fait d'une liste qui rassemble la totalité des valeurs (ou titres) françaises cotées à la Bourse de Paris avec un cadre réglementaire identique commun, en particulier en termes de communication financière ou de conditions d'accès au marché. Cette liste est divisée en trois groupes A, B et C qui sont fonction de la capitalisation des sociétés cotées. En Eurolist A, se trouvent les valeurs supérieures à 1 milliard d'euros ou grosses capitalisations (*Blue Chips*) ; en B, ceux sont les valeurs comprises entre 1 milliard et 150 millions d'euros ou valeurs moyennes (*Mid Caps*) ; en C, celles inférieures à 150 millions d'euros ou petites valeurs (*Small Caps*). Deux autres groupes se rajoutent formés respectivement par les sociétés de la zone euro non françaises et par les sociétés internationales (hors zone euro).

ALTERNEXT complète le système en donnant aux petites entreprises la possibilité de bénéficier d'un accès simplifié à un marché régulé par EURONEXT mais non réglementé comme EUROLIST. Il offre donc un bon niveau de transparence aux investisseurs mais des procédures spéciales d'admission, une négociation facilitée pour les entreprises concernées. Elles n'ont pas, par exemple, obligation d'appliquer les normes comptables IFRS\* pour présenter leurs états financiers.

Cohabite enfin un marché totalement non réglementé et appelé MARCHÉ LIBRE qui ne demande que peu de garanties pour y accéder et qu'une publication annuelle mais reste peu apprécié des investisseurs.

Outre ce classement officiel par EURONEXT, des indices boursiers ont été mis en place pour donner des échantillons représentatifs aux investisseurs. Ce peut être par exemple l'échantillon d'une zone géographique, comme le CAC 40\* censé refléter, depuis sa création en 1987, les tendances des grandes entreprises françaises en respectant des volumes de transactions et une répartition sectorielle. Les deux autres principaux indices de marché de la Bourse de Paris sont le SBF 120\* et le SBF 250\*. Ces trois indices s'emboîtent comme des poupées russes afin de donner une vision à chaque fois élargie du marché français.

L'encadrement du marché porte aussi sur les activités dites de post-marchés, c'est-à-dire sur toutes les activités de dénouement des opérations ayant eu cours pendant les heures d'ouverture et la vie de la Bourse. Cet encadrement est assuré par des organismes comme

---

<sup>13</sup> Cf. Annexe 2 : Réforme de la Cote.

EUROCLEAR\* France qui agit comme dépositaire central (ou *Central Securities Depository*, CSD) de la totalité des titres en circulation aujourd'hui dématérialisés et identifiés par leur codification au format *International Securities Identification Number* (ISIN\*). EUROCLEAR France peut ainsi suivre et enregistrer tous les échanges de titres ainsi que tous les mouvements pouvant modifier le capital des sociétés cotées ; c'est un rôle de banque des titres qui lui est dévolu.

La Banque de France occupe aussi une place dans l'encadrement du marché non seulement par son rôle dans la politique monétaire et dans le contrôle du système financier mais aussi parce qu'elle intervient dans le circuit des transactions car pour opérer en bourse, il faut détenir un compte ouvert à la Banque de France.

Enfin, il convient de ne pas oublier les organismes internationaux de compensation comme CLEARSTREAM\* et EUROCLEAR BANK\* qui permettent d'effectuer des compensations et/ou des règlements de titres contre espèces, en devises variées, et ce qui conduit à des écritures comptables des opérations de règlement/livraison notamment pour les transactions de titres locaux avec des non-résidents.

### **1.1.3.3. Architecture et organisation du marché français actuel**

L'encadrement des marchés financiers en France permet de favoriser ce qui est considéré comme central : la rencontre transparente de l'offre et de la demande. Cet encadrement est censé faciliter la réalisation des cours et assurer toute une série de fonctions qui structurent le marché. Il s'agit du bouclage des ordres (c'est-à-dire la rencontre même de l'offre et de la demande) mais aussi de leur routage, de la surveillance et de la réglementation des opérations, de la gestion du règlement-livraison, de la conservation des titres.

L'investisseur va, pour pouvoir opérer sur le marché, devoir passer son ordre par un intermédiaire financier habilité à opérer en bourse. Cet intermédiaire dirigera l'ordre vers la plate-forme d'exécution la plus appropriée comme le permet, depuis 2007, la directive MiFID. Cette dernière a été pensée pour renforcer le phénomène d'eupéanisation en permettant aux investisseurs de choisir librement leur lieu de transaction entre un marché réglementé de type EURONEXT, une plate-forme multilatérale de négociation que les anglosaxons appellent *Multilateral Trading Facility* (MTF\*) ou encore une banque elle-même comme Turquoise.

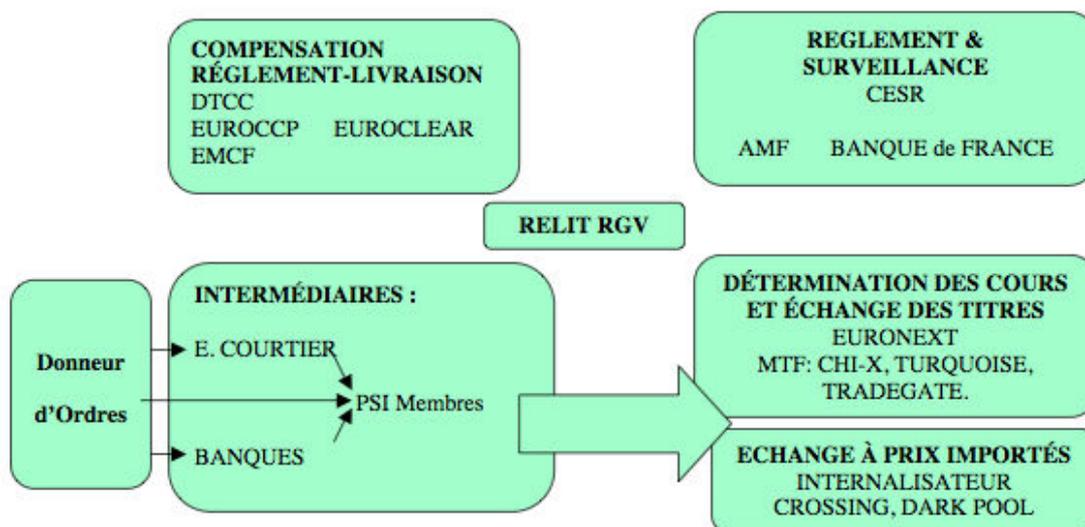
La MiFID exacerbe ainsi la concurrence avec comme idée de base, des tarifs plus avantageux pour les investisseurs et donc une plus grande appétence pour les opérations en

bourse. Ceci est bien sûr le cas mais, même si les intermédiaires membres du marché restent le passage obligé pour opérer en bourse car seuls agréés par l'AMF pour traiter les ordres, elle a conduit à une certaine confusion.

Les métiers de l'intermédiation en subissent encore des conséquences qui impactent des pratiques qui sont loin de s'être stabilisées ; elle a aussi créé des zones d'ombre où « *Clear Pool* » (les bourses) et « *Dark Pool* » (les banques) s'affrontent pour gagner des parts de marché mais avec de potentiels conflits d'intérêt

Pour bien comprendre l'architecture et l'organisation de la place de Paris aujourd'hui, nous pouvons reprendre à la figure synthétique proposée par Jacquillat *et al.* (2009, p. 39) et reproduite ci-dessous :

**Schéma 1. Architecture du marché parisien**



Source : Jacquillat *et al.*, (2009).

La complexité des marchés financiers dépasse donc l'imaginaire collectif. Dans le système financier, ils jouent un rôle majeur comme place de l'échange. Ils rendent, par leur organisation et leur structuration, cet échange plus transparent qu'un simple accord entre deux parties. Ils se présentent donc comme un espace organisé et organisant, un espace public qui suit les règles d'un jeu commun.

L'histoire montre que ce jeu s'est construit sur la durée, en fonction des besoins, du contexte politico-économique, social et des pratiques pour arriver à des modèles très sophistiqués comme le souligne l'évolution de la Bourse française.

Ce jeu n'est rendu possible que par la présence d'individus ou d'organisations qui vont le

porter, ce sont eux que l'on appelle généralement intermédiaires et auxquels nous allons maintenant, nous intéresser.

## **1.2. Inter médiation et intermédiaires financiers : de quoi parle-t-on ?**

Sur les marchés de capitaux, il existe divers acteurs et institutions qui ont été appelés « intermédiaires » par les économistes. La plupart du temps, lorsqu'on pense à ces intermédiaires financiers, on imagine des organisations comme les banques, les assurances ou autres grandes structures, puis dans une moindre mesure, aux autres prestataires de services financiers comme les *brokers*. Il est donc important de définir ce qui se cache derrière le terme « intermédiation » en expliquant quels sont les fondements et fonctions de l'intermédiation, comment les formes de l'intermédiation se structurent, que sont-elles les unes par rapport aux autres et quelles en sont les limites.

### **1.2.1. L'inter médiation financière**

Dans sa forme la plus générale, l'intermédiation financière, telle que définie par les pionniers de la recherche dans ce champ (Gurley et Shaw, 1960), désigne une activité de relais entre deux types d'agents qui sont, d'une part, les demandeurs de capitaux et, d'autre part, ceux qui sont en capacité de financement. Les intermédiaires financiers s'interposent donc entre ces deux types d'agents économiques, en ajustant l'offre et la demande ; ils assurent une fonction de transfert, voire de transformation des ressources liquides (comme l'épargne des familles) en investissements à moyen long terme (par exemple des États, des entreprises).

#### **1.2.1.1. Fondements**

La notion d'intermédiation englobe plusieurs significations, chacune d'entre elles étant connectée à une perspective théorique sous-jacente différente. L'économie financière, par exemple, utilise le terme en se référant au rôle joué par des institutions comme des banques dans le processus de financement de l'économie. Les théories classiques sur l'intermédiation sont habituellement construites sur une critique du modèle de Flèche-Debreu d'allocation des ressources, où les intermédiaires ne jouent pas de rôle, car des marchés sont complets et respectent l'approche de Pareto (Allen et Santomero, 1997 ; Campbell et Kracaw, 1980). Au contraire, les critiques de ces théories classiques affirment que les intermédiaires existent parce que les lois des marchés exigent leur existence et reconnaissent ainsi l'imperfection

fondamentale de marchés. Certains ont élaboré des théories prenant en compte des coûts de transaction résultant de l'accès au marché, les asymétries d'informations (Gurley et Shaw, 1960 ; Williamson 1975 ; Benston et Smith, 1976), tandis que d'autres se sont tournés vers les fonctions exécutées par des intermédiaires, comme la création de valeur (Allen et Gale, 2004) ou la gestion des risques (Sholtens et Van Wensveen, 2000 et 2003) ou encore l'aléa moral (Leland et Pyle, 1977). Ces critiques ont été renforcées par des développements récents sur les marchés financiers européens, où la concurrence croissante a en fait augmenté, plutôt que réduit, l'importance des intermédiaires.

Cependant, le statut de l'intermédiaire reste souvent imprécis dans de telles théories où les banques, actrices des crédits commerciaux, les fonds classiques ou spéculatifs (type *hedge funds\**) et les sociétés de *brokerage* ne sont pas toujours clairement distingués. Si dans ces institutions, la plupart des acteurs contribuent d'une façon ou d'une autre à la construction de l'intermédiation financière, ils exécutent des activités qui sont de natures complètement différentes.

Le crédit, le rôle de facilitateur pour emprunter ou pour des transactions entraîne des pratiques différentes, des technologies et des systèmes de gestion particuliers qui demandent des représentations précises surtout si nous souhaitons cerner les stratégies sous-jacentes. En nous centrant sur l'acte même de transaction dans les marchés financiers, nous sommes rapidement face à de nombreuses questions et une complexité touchant au statut même d'intermédiaire, c'est-à-dire la nature de l'intermédiation et des institutions qui fournissent de tels services. Les organisations, mentionnées comme « des courtiers », « des maisons de courtage » ou encore *brokers*, sont des structures qui facilitent une exécution effective et efficace des transactions entre des possesseurs de capitaux (les investisseurs) et des demandeurs de capitaux (les émetteurs). En contribuant à la conclusion d'échanges sur les marchés (Hackett, 1992 ; Cosimano, 1996) sur la base des instructions reçues par des tiers, les courtiers sont considérés comme des experts notamment pour ce qui est du travail sur l'information ; ils trouvent ainsi leur utilité (Biglaiser, 1993 ; Biglaiser et Friedman, 1994).

### **1.2.1.2. Fonctions principales**

L'information représente donc une fonction centrale sur les marchés de capitaux (Leland et Pyle, 1977 ; Boyd et Prescott, 1986 ; Diamond, 1984, 1991). Elle est le fondement de l'intermédiation qui profite de l'existence des imperfections des marchés (Modigliani et Miller, 1958). Par exemple, c'est parce qu'il existe un système d'information imparfait que

les intermédiaires vont pouvoir contribuer à dévoiler et à combler et ainsi justifier des coûts de transaction liés. Cette justification est importante car elle peut les conduire jusqu'à la création de nouveaux produits financiers ou *commodities*\* (Benston et Smith, 1976).

Les imperfections du marché se sont donc posées comme la principale raison permettant le renouvellement de l'approche de l'intermédiation. Jusqu'aux années 1980, elle était surtout étudiée comme la seule intermédiation bancaire porteuse d'une fonction de profit à maximiser dans le cadre micro-économique traditionnel (Klein, 1971) ou, éventuellement, comme portefeuille d'allocation d'actifs risqués (Pyle, 1971).

Aujourd'hui, on reconnaît que les intermédiaires agissent en quelque sorte comme les garants de la bonne conclusion des échanges sur les marchés financiers (Cosimano, 1996). Ils deviennent alors utiles sur les marchés pour contribuer à leur efficacité puisqu'ils vont faciliter la négociation entre des prêteurs souvent moins informés que des emprunteurs en pleine connaissance de la qualité du projet qu'ils cherchent à faire financer (Leland et Pyle, 1977). L'intermédiaire va aussi pouvoir se porter garant des suites d'une négociation en cas de défaillance de l'emprunteur (Diamond, 1984). L'intermédiation permet encore de prêter à court terme et d'emprunter à long terme assurant ainsi une certaine liquidité aux prêteurs contre une certaine stabilité de financement pour les emprunteurs.

Cependant, cet essai de clarification de l'intermédiation financière ne doit pas faire croire qu'il s'agit là d'une activité homogène. Lorsqu'on parle d'intermédiation financière, force est de constater que cela recouvre divers niveaux avec une intermédiation qui sera d'autant plus soumise à des coûts (coûts de transaction, coûts d'organisation) qu'elle devra répondre à des besoins complexes de la part des agents. Lobe (1997) montre ainsi que les opérations sur des produits standardisés vont pouvoir s'opérer facilement sur les marchés avec un intermédiaire moins structuré de type Prestataire de Services Financiers (PSI) alors que les opérations plus problématiques seront portées par des intermédiaires très institutionnalisés comme les banques.

### **1.2.2. « Intermédiation bancaire » versus « intermédiation de marché »**

Depuis la classification de Hicks (1974) opposant *auto-economy* (économie de marché de capitaux) et *overdraft economy* (économie d'endettement), on parle traditionnellement de finance directe et de finance indirecte et, de façon très simplifiée, on peut dire qu'au premier abord, le niveau intermédiation bancaire correspond à la finance indirecte tandis que l'intermédiation de marché correspond à la finance directe.

C'est là un schéma académique classique depuis les années 1970. Si ces deux types d'intermédiation jouent un rôle capital dans la transformation de titres, le rôle de l'intermédiaire dans une négociation se mesure aussi par son implication structurelle.

Voyons comment s'opère cette dichotomie de l'intermédiation financière. La situation internationale ayant aussi fortement évolué ces 20 dernières années, sommes-nous encore dans un cadre aussi simplement double ?

### **1.2.2.1. Intermédiation bancaire ou de bilan**

On peut parler d'une intermédiation active lorsque l'intermédiaire va placer son bilan entre l'emprunteur et le prêteur, et qu'il y aura alors un support du risque en propre et surtout, une transformation de titres. Ce type d'intermédiation est surtout le fait d'institutions octroyant des crédits ou celui d'Organismes de Placement en Valeurs Mobilières (OPCVM de types SICAV ou FCP\*). Ce premier type d'intermédiation est souvent qualifiée de bancaire ou de bilan. L'intermédiation bancaire va se focaliser sur la nature même des titres. Ainsi, l'intermédiation bancaire va monétiser des créances non monétaires, c'est-à-dire créer des ressources nouvelles de financement par de la création monétaire permettant d'anticiper une épargne à venir.

Les banques agissent bien comme des intermédiaires qui vont s'intercaler entre dépositaires, prêteurs et emprunteurs, notamment en gérant des fonds de dépôts (*liabilities*) qui vont servir de ressources. Les banques vont faire payer leurs différents services à leurs divers clients. Pour mener à bien ceci, elles vont adopter le plus souvent, une stratégie très généraliste en offrant une gamme très large de services financiers qui vont du simple compte courant à des prêts très complexes ou des placements très variés comme de l'assurance-vie ou des achats de titres. Elles vont aussi bien agir pour une clientèle de particuliers (dites *retail\**) que pour de la clientèle professionnelle (professions libérales par exemple) ou des entreprises privées voire publiques. On est ici dans le cas de la banque universelle qui est le modèle le plus répandu en Europe Continentale, particulièrement en France. Des banques plus spécialisées existent aussi avec, par exemple, la banque privée. Cette dernière se concentre sur de la clientèle privée haut de gamme (*private banks*). À l'autre bout de la chaîne, des banques vont s'attacher aux opérations de haut de bilan, de fusions-acquisitions pour les entreprises ; c'est là le rôle de la banque d'affaire (*investment bank*). Ces diverses organisations bancaires sont souvent liées entre elles par des relations de filiales ; elles se retrouvent aussi sur le marché monétaire avec les banques centrales qui vont réguler le système bancaire dans son

ensemble.

### 1.2.2.2. Inter médiation de marché et *cash-equity brokerage*

En parallèle, il existe une intermédiation passive qui se présente plutôt comme étant un simple facilitateur de rencontres entre agents ; c'est là le rôle des courtiers. Ce second type d'intermédiation compose l'intermédiation de marché. Elle portera moins sur la nature des titres que sur l'échéance, sur le fait de produire du long terme avec du court terme ; elle crée de la capacité de financement à partir de l'épargne réelle.

Cette catégorie d'intermédiaires trouve sa figure de proue avec ce que les anglo-saxons appellent les *brokerage houses* et que l'on traduit en français de façon assez confuse, et selon les périodes de l'histoire de la Bourse par courtiers en bourse, sociétés d'intermédiation boursière, voire plus récemment les prestataires de services en investissement (PSI). Cette dernière expression est nous, semble-t-il, la plus obscure ; elle ne précise pas de quels services financiers il s'agit et du coup crée une catégorie « fourre-tout » où se côtoient des métiers très disparates. Nous avons donc choisi de privilégier, tout au long de ce travail de recherche, la qualification anglo-saxonne de *brokers* pour les individus y travaillant, de société de *brokerage* pour les organisations et de *brokerage* pour l'activité dans son ensemble.

Le *brokerage* est donc une activité différente de celles des institutions bancaires même s'il peut aujourd'hui être, dans la plupart des pays, l'activité d'une société filiale d'une banque pour partie ou à 100 %, ce qui n'est pas, là encore, sans brouiller les pistes et créer des situations litigieuses pouvant nuire à la transparence des marchés. L'activité centrale des *brokerage houses* est d'acheter ou de vendre des titres (*securities\**) pour des tiers qui sont alors qualifiés de clients, voire pour son propre compte.

Ces clients sont directs, pour les plus importants, ceux qui génèrent les flux les plus massifs sur les marchés et impactent de façon considérable les cours, c'est à dire en général les investisseurs institutionnels (les gérants de différents des fonds de placement types OPCVM, Fonds de retraite ou *Pension Funds*, Fonds mutuels ou d'assurance, mais aussi Fonds spéculatifs ou *hedge funds*, gérants de fonds propres, voire autres sociétés de *brokerage*..).

Ces clients peuvent aussi être indirects, comme les particuliers (*retails*) qui passent justement par des fonds, par leur banque qui va centraliser et router les petits flux d'achats ou de ventes ou encore par des systèmes de courtage en ligne qui, là aussi, tentent de concentrer les mouvements.

Ces sociétés de *brokerage* sont là pour gagner et faire gagner de l'argent. Dans le premier cas, pour gagner de l'argent, elles vont prélever un courtage en prenant une commission sur les achats et les ventes qui passent par elles ou en faisant un différentiel de cours entre ce que le marché affiche et ce que le client est prêt à accepter, ce qui sera la rémunération du service rendu au client. En fait, tout dépend pour cela si elles agissent plutôt sur un marché dirigé par les ordres ou un marché dirigé par les prix<sup>14</sup>.

Dans les marchés par les ordres, qui a été longtemps le seul modèle en Europe continentale, il existe une contrepartie centrale à tous qui garantit un prix unique et commun à tous les intervenants dans une logique d'anonymat et dans ce cas, l'intermédiaire prélève une commission sur son opération. Dans les marchés par les prix, modèle anglo-saxon par excellence, les intermédiaires proposent une fourchette de prix selon la quantité de titres disponibles et à échanger. Les deux systèmes ayant leurs avantages, transparence pour le premier mais liquidité pour le second, nous avons de plus en plus des marchés mixtes comme c'est le cas aujourd'hui en France. On comprend bien que commission ou différentiel de cours représentent pour le *broker*, la rémunération des services rendus aux clients à qui il est censé avoir donné des conseils judicieux pour l'aider à gérer et à créer de la performance pour son portefeuille de titres. Donc, dans le deuxième cas pour faire gagner de l'argent, elles vont développer toute une série de fonctions comme de l'analyse financière et économique, des facilités de traitement des ordres (*trading*), de dénouement et de garde des titres (en quelque sorte : le service après-vente comme la compensation ou *clearing\**).

Ces sociétés de *brokerage* sont donc au cœur même du système boursier. Elles assurent en partie son fonctionnement, ceci même si leur rôle a été peu reconnu jusqu'à récemment dans la théorie économique et financière.

Pourtant, lorsque l'on parle d'intermédiation financière, ces activités de *brokerage* prennent une place de plus en plus prépondérante et les transactions en valeur sur le hors bilan dépassent désormais celles du bilan (Saïdane, 2007). Elle répond à une marchandisation des activités financières qui est censée en faciliter l'accès au plus grand nombre.

Sur le plan légal, les *brokers* sont les participants effectifs du marché en ce qu'ils connectent leurs systèmes aux serveurs du marché pour construire des réseaux avec et vers d'autres acteurs, envoyant et recevant des instructions par ces mêmes serveurs du marché et assumant ainsi un rôle intermédiaire. Ce rôle d'intermédiaire est défini en France dans le

---

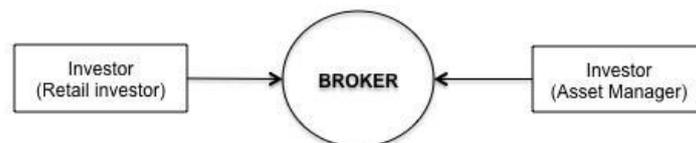
<sup>14</sup> Cf. annexe 3 : Marché dirigé par les Ordres, Marché dirigé par les Prix.

Code Monétaire et Financier, qui précise les différentes activités dans lesquelles « les prestataires de services d'investissement » (ou PSI, nommés comme tel après que la Loi sur la Modernisation des Activités Financières du 2 juillet 1996 est été mise en place) peuvent s'engager. La Loi a supprimé le monopole sur la négociation d'instruments financiers, un monopole qui existait toujours à l'époque et était la dernière trace de leur ancien statut (Lagneau-Ymonet et Riva, 2010) ; elle a aussi ouvert la porte à une série de nouveaux venus notamment grâce au passeport européen créé selon la Directive de Services européenne d'Investissement de 1993. Le paysage du *brokerage* reste un espace avec des barrières à l'entrée fortes, particulièrement à cause du prix de l'expertise à avoir, mais aussi avec les coûts induits par le développement de la technologie et avec les coûts liés au traitement de l'information et des risques.

Sur le plan purement organisationnel et stratégique, ce sont des organisations peu étudiées et il nous semblait intéressant, à un moment où le système financier doit se renouveler, de mieux les appréhender aussi sur ce champ là.

## Schéma 2. Les acteurs du *Brokerage* comme intermediaires : deux cas de figures

Setting 1: the broker intermediates a transaction between two investors without sending the orders to a marketplace



Setting 2: the broker intermediates a transaction between two investors while using a marketplace



Source : Gialdini et Lenglet (2012a).

En France, le modèle d'activité de courtage le plus répandu consiste à se concentrer sur les fonctions commerciales (aussi connu sous le qualificatif de « *front office* », car ses participants sont directement en relation avec les clients) ; ces courtiers sont dans notre

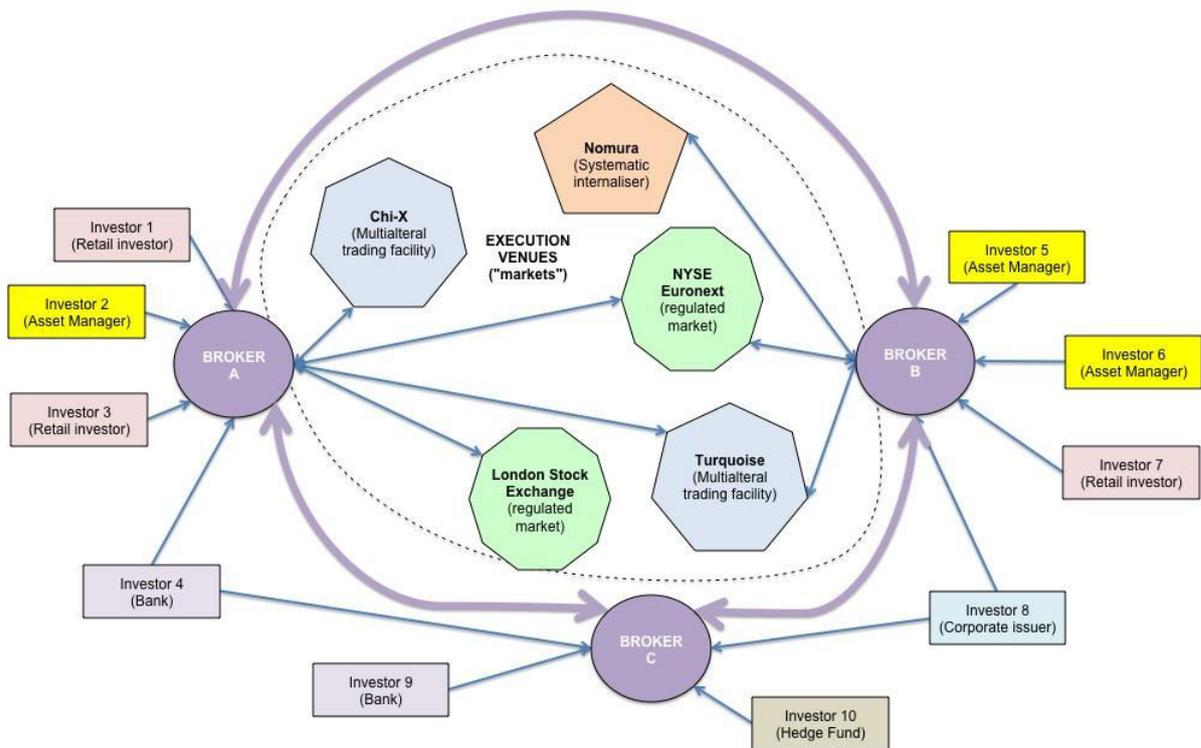
recherche spécialisés sur les marchés des actions, de là leur nom de *cash-equity brokers*.

Ce type d'intermédiation a été le sujet d'études en sociologie des marchés et en analyse de réseau (White *et al.*, 1976 ; White, 2002) avec comme référence majeure pour qui veut étudier réseaux et *brokerage*: Burt (1992, 2005). Plus récemment, Burt a travaillé sur l'industrie financière (2007), montrant comment le *brokerage* indirect, entendu comme l'échange d'informations entre des groupes auxquels le courtier est seulement indirectement connecté par d'autres courtiers (Burt, 2007) semble moins efficace que le courtage direct où se jouent des micro-mécanismes de connaissance qui sont à la base d'une certaine position de pouvoir. On peut voir là une perspective intéressante pour analyser des structures et un positionnement social dans un réseau de *brokerage* de type *cash equity*. Cependant, notre intention n'est pas ici de travailler sur les aspects réseaux dans les marchés financiers ; nous souhaitons plutôt examiner un des nœuds spécifiques de ce réseau financier et contribuant à structurer le marché lui-même. Autrement dit, nous avons l'intention de rendre moins ambiguë la notion d'intermédiation financière appliquée au *cash equity brokerage* tout en soulignant en quoi cette activité financière, est beaucoup plus complexe que ce que les approches classiques en finance ou en économie ont tendance à montrer. Sauf dans des approches historiques (Cassis, 2008 ; Lagneau-Ymonet et Riva, 2010), le *cash equity brokerage* reste en grande partie méconnu. La plupart des autres approches qui s'y intéressent, se concentrent sur un aspect précis : études sur les conflits d'intérêts (Swedberg, 2005 ; Pitluck, 2011), analystes actions (Beunza et Garud, 2007 ; Preda, 2007 ; Ortiz, 2008), compensation et exécution (Muniesa, 2008), ou environnement (MacKenzie, 2009). Il existe un manque d'études touchant au rôle stratégique joué par ces sociétés de *cash equity brokerage*, vues comme des institutions financières, mais aussi comme des lieux où se croisent et s'enchevêtrent divers éléments constitutifs des marchés financiers contemporains. Pourtant, des changements réglementaires récents ont contribué à faire évoluer le *cash equity brokerage* notamment en augmentant la concurrence mais aussi en autorisant à quelques acteurs de se déplacer en marge de l'arène du marché et créant ainsi une nouvelle sorte d'échanges. Plus que jamais, les *cash equity brokers* semblent occuper une fonction stratégique dans des marchés financiers : en fournissant des points de passage obligatoires pour le flux d'informations, ils forment maintenant un univers de marché particulier et impriment leur identité à une certaine topologie du marché.

Dans le graphique suivant, nous voyons comment les *cash equity brokers* (« A », « B » et « C ») tiennent une place intermédiaire entre leurs clients (divers types d'investisseurs, « 1 » « à 10 ») et les marchés (maintenant nommés « *execution venues*»\* ou lieux d'exécution,

c'est à dire marchés réglementés ou systèmes alternatifs de *trading*). Les acteurs du *cash equity brokerage* peuvent échanger des informations ensemble, directement, sans avoir accès aux lieux d'exécution institutionnels. Tandis que les bourses centralisées ont agrégé des acteurs autour d'une structure institutionnelle (un parquet situé dans le Palais Brongniart à Paris et rassemblant « des agents de change » et des clients), les changements technologiques apportés au champ financier pendant ces vingt-cinq dernières années ont induit une transformation dans le modèle économique aboutissant à la spécialisation des diverses parties prenantes des marchés : les échanges ont semblé être réduits à leur fonction économique, aboutissant à leur transformation purement technique (Beunza *et al.*, 2012), tandis que les sociétés de *cash equity brokerage* ont réintégré la part de l'activité habituellement caractéristique des marchés (échanger de l'information sur les émetteurs avec des investisseurs, prendre leurs instructions et les envoyer aux marchés).

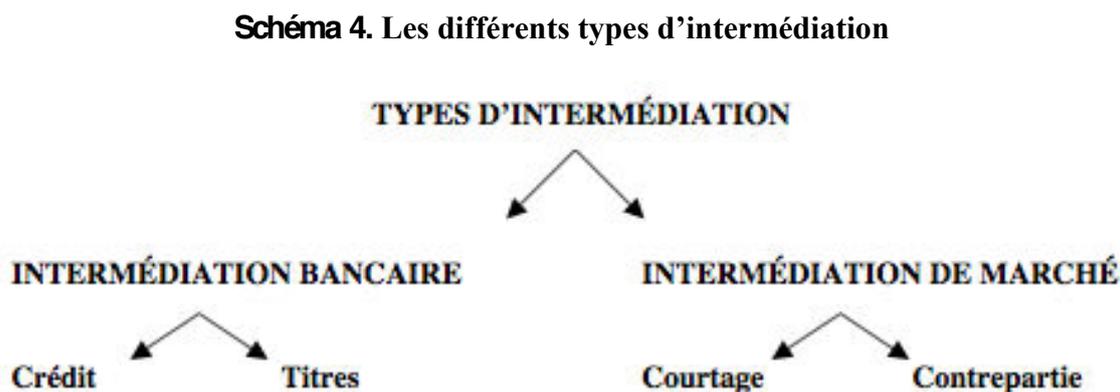
**Schéma 3. Une représentation stylisée des marchés européens dans le cadre du système MiFID**



Source : Gialdini et Lenglet (2012a).

### 1.2.3. Les limites

Pour conclure, cette distinction entre les intermédiations existantes, on peut dire qu'à l'intermédiation bancaire sont associées les intermédiations de crédits classiques et les intermédiations récentes de titres (type OPCVM comme vu plus haut) et à l'intermédiation de marché sont liées l'intermédiation de courtage et celle de contrepartie que nous pouvons synthétiser ainsi :



Les marchés modernes fonctionnent avec des structures complexes qui croisent différents niveaux d'activité et divers acteurs qui y négocient et échangent une multitude de produits financiers avec l'aide d'intermédiaires. Il convient, bien sûr, de différencier les fonctions de ces derniers avec, d'une part, les intermédiaires entre finance directe et indirecte et, d'autre part, les intermédiaires de type *brokerage* plus impliqués dans le seul système direct, mais en allant au delà.

Cette approche duale du système financier est donc aujourd'hui à moduler (Capelle-Blancard et Couppey-Soubeyran, 2003). Depuis une cinquantaine d'années et les travaux fondateurs, on constate cependant que les frontières sont parfois floues, car la globalisation a impliqué de nouvelles règles du jeu reposant sur le décloisonnement et la dématérialisation des marchés, la déréglementation, la désintermédiation des financements et le désengagement de l'État. De plus en plus, de grands groupes bancaires ont diversifié leurs activités d'intermédiation en rentrant massivement sur celles de marché, ce qui a eu pour conséquence, loin de baisser le niveau d'intermédiation dans le système financier, une intensification des échanges (Allen et Santomero, 1997).

Si ces règles du jeu sont pour certaines, aujourd'hui remises partiellement en question avec la crise, elles ont contribué à façonner le visage de la finance moderne. L'intermédiation

financière ne se limite donc pas à, d'une part, une intermédiation bancaire et, d'autre part, une intermédiation de marché ; elle reste bien une notion centrale en économie, mais assez complexe et variée, en tous les cas avec des frontières qui se sont estompées.

Notre recherche reste cependant bien concentrée sur la partie *brokerage* car elle est essentielle à nos yeux pour comprendre les évolutions passées, actuelles, voire futures des bourses, véritables lieux des financements de l'économie réelle avec toutes les familles d'émetteurs concernés (États, entreprises...) qui, parfois, n'ont pas la possibilité de recourir à un système de crédit classique.

### **1.3. Brokerage, quel rôle sur les marchés actions ?**

Ainsi, l'intermédiation de type *brokerage* appartient au niveau d'intermédiation de marché avec, dans le cas français, une forte connotation intermédiation de courtage même si, de plus en plus, les activités de contrepartie (c'est-à-dire des achats/ventes pour comptes propres face aux ordres des clients) se développent aussi sur le modèle anglo-saxon. Pour appréhender ce type d'intermédiation, nous commençons par une visite guidée et nous nous efforçons ensuite de comprendre les structures et la fonction des organisations qui la caractérisent en France : les Prestataires de Services en Investissements (PSI), anciennement appelés Sociétés de Bourse.

#### **1.3.1. Visite d'une salle de marché**

La meilleure façon de comprendre l'intermédiation de type *brokerage* est probablement d'en avoir directement une vision terrain comme peut l'avoir un jeune diplômé entrant dans une salle de marché pour la première fois, après des études théoriques de finance ou un sociologue immergé dans ce contexte (Godechot, 2001). Dans le cas de cette thèse, nous nous basons sur notre propre vécu pendant 12 années en salle de marché mais aussi sur des observations faites *in situ* entre 2006 et 2010 pour rendre compte d'une visite de salle de *brokerage*. Le rendu ici croise donc la réalité perçue dans diverses salles parisiennes et lyonnaises sur le marché actions pour produire une sorte d'exemple type.

##### **1.3.1.1. Les lieux**

Lorsque nous passons les sas et poussons diverses portes sécurisées, nous entrons dans une salle de marché. Rien ne laisse entrevoir une agitation fébrile, des cris, des mouvements collectifs tels que le montrent certains livres ou certains films sur la bourse, une bourse

d'autrefois. Le plateau ressemble à un très grand bureau paysager, peut-être plus ouvert encore car tous sont aux vues et aux sus de tous. Aucune cloison mais des mètres de bureaux (des « *desks* » ou « tables » comme on dit dans le jargon), espacés ou non en fonction de la répartition des activités de chacun des opérateurs de marché (*sales, sales-traders, traders, market-makers*, arbitragistes, négociateurs), mais selon une organisation qui croise produits financiers suivis et zone géographique donnée, mais pas en fonction de la hiérarchie ; surtout, des batteries d'ordinateurs et de téléphones pour chaque poste de travail où chacun s'affaire avec plus ou moins d'ardeur, serré dans son costume ou son tailleur strict sauf le vendredi car c'est jour, sous le modèle anglo-saxon, de *casual friday*.

Cette zone est appelée le *front office*, car c'est le lieu où les employés de la société de *brokerage* sont en contact, ou au service direct, des clients, pour la plupart des investisseurs institutionnels pour lesquels on tente de donner le meilleur service, c'est-à-dire des conseils continus d'achat ou de vente pour prendre une position sur un titre, la renforcer ou au contraire la dénouer. L'idée est d'obtenir, par ce service, des flux d'ordres importants qui vont alimenter les activités de chacun : d'abord, les vendeurs, puis les *traders* et enfin les négociateurs. Ce service est censé se démarquer de celui des sociétés concurrentes, d'où une recherche permanente de l'information à communiquer en premier ou du sentiment de marché qui va faire la différence pour aider le client à « sur-performer » ledit marché. Ce service est également à la recherche de la qualité zéro défaut, avec des termes qui reviennent souvent dans la bouche des opérateurs de marché et/ou des investisseurs : anticipation, rapidité, action en temps réel, performance, évaluation du risque. D'ailleurs, sur ce dernier point, on remarque que des déontologues occupent aussi certaines places directement dans la salle pour veiller au respect des procédures de réception, de transmission et d'exécution des ordres (Lenglet, 2008).

Au fond de cette immense salle, en relation directe (notamment par des systèmes de microphones ouverts) mais séparés par de larges vitres afin de communiquer par signes si nécessaire ou quelques cloisons, sont installés, par familles sectorielles suivies, des groupes d'analystes financiers et, par zone géographique, des économistes de marché. Ils sont là pour assurer la fonction support que l'on appelle la « recherche » et qui implique la production de rapports et de notes d'analyses économiques, financières et fondamentales aussi appelées « notes de *broker* ». Elles seront publiées sous forme papier ou *via* le site internet de la société de *brokerage* pour être diffusées auprès des clients qui les rémunéreront en quelque sorte par le flux d'ordres reçus, en échange direct ou non, au niveau du *front office*. Elles concernent

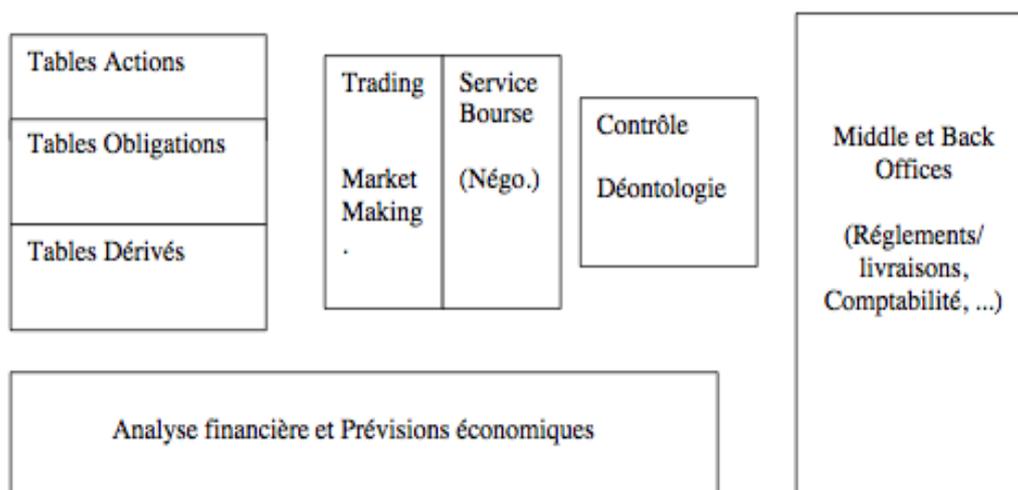
aussi bien des titres déjà cotés sur le marché secondaire (sorte de marché de l'occasion des titres) que des titres qui vont être introduits sur le marché primaire (sorte de marché du neuf). La « recherche » ne génère donc *a priori* pas directement des revenus mais sa qualité est centrale car elle est le lieu où est traitée officiellement l'information formelle concernant les supports des titres : les sociétés ayant fait appel au marché pour se financer. Elle sert aussi de vitrine auprès des clients car une bonne analyse *sell-side* (donc du PSI pour le client) rassure sur la qualité de la société de *brokerage* notamment quant à sa capacité à sonder, analyser et percevoir les tendances du marché et des titres. C'est la capacité à former du jugement dans un contexte complexe et incertain (Chambost, 2007) qui va être appréciée et contribuer à renforcer l'image du PSI.

Plus loin encore, séparés par un mur voire sur un autre plateau d'activité, se trouvent les activités de *back-office* et de contrôle hors-salle. Ces activités sont organisées d'une façon plus proche de bureaux administratifs classiques. Leurs acteurs sont là pour suivre le bouclage des opérations effectuées au niveau du *front-office*. C'est ce qu'on appelle la logistique post-marché qui va assurer le règlement-livraison des titres, la conformité des opérations de marché en temps réel mais aussi *a posteriori* en cas de problème.

De plus en plus souvent, se trouve encore auprès des activités de *back-office*, des déontologues.

Une salle de marché type de PSI pourrait ressembler à ceci, en y faisant figurer les principaux services :

**Schéma 5. Configuration type d'une salle de marché**



### 1.3.1.2. Exemple d'une journée type pour un *salesactions*

Maintenant, pour aller plus loin dans la compréhension de cette activité de *brokerage*, entrons dans la peau d'un de ses acteurs. Pour ce faire, nous allons prendre la situation de ce commercial un peu particulier qu'est le vendeur d'actions qui reste historiquement une figure emblématique de l'organisation au point de se faire appeler *sales*, mais aussi *broker*. Ce dernier qualificatif, lui vient de l'histoire lorsque les premières sociétés d'intermédiation boursière se résumaient surtout à un individu qui centralisait les ordres de son carnet de connaissances pour aller les traiter directement pour eux sur le parquet à la Bourse même.

Ce commercial est particulier quant au produit vendu officiellement. On peut reprendre la définition de ces produits retenue dans le rapport du Conseil d'Analyse Économique de 2004 qui précise qu'« une caractéristique essentielle des instruments financiers est d'appartenir à une catégorie tout à fait particulière de biens (Spencer, 2000). Ce ne sont pas des biens dont on connaît la qualité de sorte qu'il suffirait de rechercher le prix le plus bas (*search goods*). Ce ne sont pas non plus des services dont on découvre la qualité après l'achat (*experience or taste goods*) ». Il développe son réseau et entretient son fond, c'est-à-dire ses relations avec des clients (essentiellement des gérants institutionnels) pour maximiser à terme le volume des transactions.

Son outil principal, même avec l'avènement d'internet, reste le téléphone utilisé comme moyen quotidien de transmission de l'information et principal support pour entretenir les relations (outre, les rencontres directes, de dirigeants d'entreprises cotées, seul à seul ou accompagné d'autres spécialistes de marché). C'est aussi sur les lignes téléphoniques que sont enregistrées les transactions, toujours conclues verbalement car la parole donnée tient lieu de contrat. Il travaille en général sur une zone géographique donnée, avec un profil de clientèle spécifique (fonds de pension, gérants de SICAV, gestion privée, gestion grandes capitalisations, gestion petites et moyennes entreprises...).

Sa journée est principalement calquée sur les heures de cotation<sup>15</sup>. Le matin, il arrive tôt sur le *desk* (en général, deux heures avant l'ouverture des marchés qu'il suit) pour s'informer de toutes les publications officielles parues dans la presse et assister au *morning meeting*, réunion de l'ensemble de l'équipe de sa salle de marché (analystes, économistes, *traders*...) permettant d'avoir des informations pertinentes pour se construire un sentiment de marché et un argumentaire renouvelé quotidiennement. Les informations collectées sont, outre ses

---

<sup>15</sup> Cf. Annexe 4 : Cotation en Continu.

propres « accès », très variées.

Durant, la journée, il communique avec ses clients, prépare des opérations marketing (rendez-vous client pour des visites de société par exemple), suit les ordres passés en cours d'exécution au négociateur qui l'assiste et veille à rester informé *via* des supports médias comme *Reuters\**, *Bloomberg\** ou le flux en continu sur ses ordinateurs de l'Agence France Presse (AFP). Sa journée se termine en général quelques heures après la clôture du marché par les réponses aux ordres passés par les clients vérifiant la conformité des prix obtenus et par une réunion sur un thème de fond à développer sur les jours à venir (dossier d'introduction en bourse, analyse d'une tendance macro-économique...).

Parfois, il participera à des soirées dites de « gala » avec ses clients et des entreprises ou prendra un avion pour rencontrer directement les investisseurs étrangers, mais sur une ou deux journées seulement afin de rester le moins possible déconnecté des marchés.

### **1.3.2. Statuts des activités de « *brokerage* » en France**

Après cette visite des lieux, voyons d'un point de vue juridique et administratif comment se structure et est reconnue l'activité de *brokerage* en France. Ces intermédiaires sur les marchés boursiers s'occupent donc principalement d'opérations d'achat ou/et de vente de titres sur le marché secondaire pour compte de tiers, voire pour compte propre ; c'est-à-dire que, éventuellement dans le premier cas, suite à un travail de conseil, ils vont recevoir et transmettre dans le marché des ordres de bourse pour les exécuter. Certains vont pouvoir aussi opérer sur les marchés primaires en plaçant les titres d'émissions nouvelles, voire en prenant directement des parts de l'émission.

Ces activités sont considérées, depuis la loi de Modernisation des Activités Financières (MAF) du 2 juillet 1996, comme des prestations en services d'investissement. Cette loi a aboli le monopole de négociation des valeurs mobilières cotées en France existant jusque là pour les sociétés de bourse qui ont donc été requalifiées de PSI. Elle a aussi ouvert la porte à toute une série de nouveaux entrants étrangers puisque toute personne morale recevant l'agrément européen peut prétendre à intervenir comme intermédiaire sur les marchés financiers de toute la zone géographique.

Cependant, de fortes barrières existent à l'entrée, ne serait-ce que par l'expertise demandée pour cette activité d'intermédiation, les coûts très élevés pour accéder aux outils (notamment informatiques) de traitement et d'information ainsi que pour garantir le risque. Ces barrières

font qu'aujourd'hui la plupart des PSI restent adossés au niveau du capital à de grands groupes financiers de type bancaire ; ils partagent cependant des statuts juridiques communs.

### **1.3.2.1. Sociétés de *brokerage* et catégories de PSI**

Les PSI, héritiers en France des agents de change, anciens officiers ministériels, puis des sociétés de bourse au capital s'ouvrant à des actionnaires, ont actuellement un statut de société de droit commun.

Ils se répartissent en quatre catégories (Desbarrières, 2006) :

- le négociateur-compensateur individuel qui se contente, comme à l'époque du statut de sociétés de bourse, d'assurer la négociation et le règlement/livraison des titres des ses seuls clients ou pour compte propre ;
- le négociateur pur qui, lui, n'assume que la négociation et laisse la partie post-marché à une société compensatrice ;
- le négociateur-compensateur multiple qui va pouvoir assurer le rôle du premier et en sus assurer la compensation pour des négociateurs purs ;
- le compensateur-non négociateur qui ne s'occupe pas des négociations proprement dites, mais seulement des activités post-marché.

Ces catégories sont représentatives de la chaîne du métier des PSI, soit partiellement mais de façon complémentaire, soit en totalité. La dimension commerciale étant prépondérante dans ces activités, c'est le statut de négociateur pur qui est le plus répandu sur la place de Paris ; c'est aussi celui qui nous intéresse plus particulièrement dans ce travail de recherche puisqu'il met l'accent au niveau du *front office*, c'est à dire le lieu où se fait la rencontre de l'offre et de la demande sur les marchés financiers. C'est d'ailleurs à ce statut seul qu'EURONEXT, parmi ses divers membres du marché, donne le qualificatif de *brokers* ; les autres intermédiaires portent les qualificatifs de *dealers* ou *brokers dealers* indépendants (comme ce fut le cas de LEHMAN BROTHER avant la crise) ou sont adossés à des institutions bancaires assurant aussi des fonctions de dépôt (ce qui s'était généralisé depuis quelque temps et s'est accentué avec la crise).

### **1.3.2.2. Activités centrales**

Les sociétés de *brokerage* ont ainsi comme activité centrale, l'intermédiation de marché ou boursière, qui consiste bien à assurer les échanges directs de valeurs mobilières cotées

essentiellement sur des marchés réglementés comme EURONEXT. Ils n'ont plus en France le monopole de cette activité depuis la loi de modernisation financière du 2 juillet 1996 et ceci a été encore rendu plus complexe avec la MiFID qui, depuis son implémentation en 2007, favorise divers accès au marché comme les *e-brokers* et les banques tout en maintenant une obligation d'agrément, en tant que PSI membre, pour opérer en bourse. Cependant, l'intermédiation boursière ne s'improvise pas ; cette activité impose un minimum de structure et de moyens qui permettent d'avoir dans son expression la plus simple et comme déjà perçu lors de notre visite de salle de marché :

- Un *front-office* qui est un lieu physique regroupant les services commerciaux et les tables de *trading*.
- Une cellule d'exécution des ordres d'achat ou de vente qui est la zone où se retrouvent les négociateurs chargés de rentrer les ordres dans les systèmes électroniques de cotation et d'en suivre et assurer la meilleure conclusion possible directement sur le marché.
- Un *back-office* qui se charge de la partie administrative liée aux opérations passées, c'est-à-dire faire en sorte que les règlements et les livraisons des titres traités soient bien conclus entre comptes acheteurs et débiteurs.

Les autres activités ne sont que complémentaires et peuvent donc être parfois sous-traitées aux autres catégories de PSI. Mais, si les sociétés de *brokerage* assurent une base élargie de leur métier, comme autorisée aux PSI en France et vu précédemment dans les catégories présentées, elles vont pouvoir gérer des activités de compensation, c'est-à-dire ne pas être un simple enregistreur du règlement/livraison mais bien assurer (au sens propre) les flux. Il s'agira aussi éventuellement de conserver des titres ou des fonds en étant teneur de comptes-titres par exemple auprès d'EUROCLEAR, ceci par un système de mandat avec le client direct ou avec celui d'un autre PSI non habilité à exercer cette opération. La conservation de titres et de fonds est devenue un métier à part entière, dans la chaîne des activités de l'intermédiation boursière, car il s'est considérablement complexifié avec la croissance des échanges sur les bourses internationales, la diversité des marchés et le développement des portefeuilles de titres. La concurrence s'y est accrue surtout pour les établissements qui se positionnent comme *global custodian\** mais il évite aux intermédiaires en bout de chaîne de gérer en direct des relations administratives trop lourdes et donc de se concentrer sur leur cœur de métier : le conseil et la négociation même des titres.

Les PSI peuvent aussi se positionner, outre leur activité de *brokerage*, comme gestionnaires de portefeuilles soit pour le compte de clients privés importants suivis directement par un mandat de gestion personnalisée ou indirectement *via* une OPCVM.

Si le PSI est autorisé à prendre des positions face à un client ou au marché, il assure une autre activité complémentaire, appelée la contrepartie, qui est soumise à une réglementation particulière. Il agit ici pour son compte propre afin de spéculer, de se couvrir contre les risques, d'arbitrer ou simplement d'assurer un rôle de teneur de marché. Il peut aussi, s'il est membre d'EURONEXT, négocier des transactions sur blocs de titres.

Enfin, on trouve encore des activités comme les contrats d'animation qui consistent pour certaines valeurs à assurer un minimum de transactions afin que ces valeurs vivent et présentent un minimum de liquidité. Si le PSI possède le titre de société financière, il est en mesure de développer des opérations de primaires, c'est-à-dire d'émissions de titres nouveaux voire de lancer des opérations sur le marché interbancaire.

La plupart des PSI sont en France adossés à des banques qui assurent toutes ces fonctions mais quelques indépendants ont élargi leurs statuts sur ces dernières activités complémentaires.

**Tableau 1. Répartition des activités des 93 PSI enregistrés en France au 1<sup>er</sup> janvier 2012**

Investment Services as defined by the Monetary and Financial Code (art. L.321-1)	Number of ISPs providing the service	% of total French ISPs (Population = 97)
1 - Receiving and transmitting orders for third parties	93	96 %
2 - Executing orders for third parties	56	58 %
3 - Proprietary trading	32	33 %
4 - Portfolio management for third parties	30	31 %
5 - Investment advice	63	65 %
6a - Underwriting	20	21 %
6b - Guaranteed placement	21	22 %
7 - Allotment	35	36 %
8 - MTF management	4	4 %

*Source* : Autorité de Contrôle Prudenciel.

### 1.3.2.3. Obligations des PSI

L'activité de *Brokerage* étant particulièrement sensible, elle respecte en France des contraintes fortes ce qui l'oblige à rendre des comptes dans divers domaines. Les PSI sont soumis à un plan comptable particulier régi par le Comité de la Réglementation Bancaire et Financière (CRBF). Ils sont aussi censés répondre à des normes de gestion précises et leurs ratios prudentiels. Par exemple, s'ils ne sont pas sociétés de gestion, ils doivent détenir des fonds propres d'un montant égal, soit au quart des frais généraux de l'année précédente, soit au total des positions clients divisé par 150 ; c'est le montant le plus élevé qui fera référence. Autre exemple, s'ils sont adossés à un groupe bancaire, ils supportent les mêmes obligations nées des règles internationales de solvabilité, les fameux Bâle II puis III avec leurs ratios.

Les contrôles externe et interne y sont aussi fortement organisés. Ils sont adaptés à la nature des activités traitées ainsi qu'à leur volume. En général, les PSI sont dotés d'une équipe dédiée de contrôleurs qui élaborent et renouvellent les procédures et mettent en œuvre les moyens de mesure des risques pour tout ce qui est compte propre ou clientèle.

Le service de déontologie complète ce tableau ; il est là pour aider les acteurs des PSI à s'y retrouver dans le dédale des réglementations et dans leurs applications, plus que pour contraindre. Comme précisé par Lenglet (2008), son rôle dépasse la simple validation du respect des textes de loi, et s'il doit garantir les bonnes conduites, il doit aussi prévenir les risques en promouvant les bonnes pratiques voire en anticipant les comportements.

### 1.3.3. Les opérateurs de marché et leur fonction

Nous avons pu appréhender l'organisation de type *brokerage* de façon globale, il convient maintenant de s'intéresser aux acteurs rencontrés en dressant une carte de leurs métiers, de leurs profils sociologiques, ceci afin de cerner en première approche leur fonction générale dans le système des marchés financiers. Nous qualifierons ces acteurs d'opérateurs de marché. Cette expression d'opérateurs de marché est à souligner car elle englobe l'ensemble des activités et services exercés en salle de marché et évite de se focaliser sur un seul métier comme c'est actuellement le cas dans la presse avec les *traders* qui devient un terme fourre-tout. Quelles sont les diverses tâches professionnelles partagées par les opérateurs que l'on trouve généralement dans une société de *brokerage* et à quelles compétences font-elles appel, avec quelle visée ?

### 1.3.3.1. Les métiers<sup>16</sup>

L'activité centrale dans la plupart des sociétés de *brokerage* consiste en une activité commerciale. Il s'agit, comme déjà évoqué lors de notre visite en salle de marché, de vendre de l'information financière retraitée par la société de *brokerage* pour en faire une sorte de produit maison ou d'appel. À partir de la vente de cette information, l'organisation va générer du chiffre d'affaires et espérer, pour s'inscrire dans la durée d'une relation, faire gagner ses clients dans ses choix sur le marché actions. Donc, dans cette partie, nous proposons une représentation plus fouillée des activités identifiées précédemment : de la sorte, nous disposerons des éléments nécessaires à l'appréhension des stratégies déployées par ces acteurs. Comme souligné dans des travaux récents sur l'histoire de la Bourse de Paris (Lagneau-Ymonet et Riva, 2010), il convient de se souvenir de l'importance des évolutions subies par les anciennes charges d'agents de change, transformées au tournant des années 1990 en sociétés de courtage. La place du marché s'est ainsi déplacée vers des entités autonomes, souvent filiales de grandes banques d'investissement. C'est désormais dans des salles de marché que les opérateurs, qui auparavant se rencontraient physiquement sur le parquet de la Bourse de Paris, entrent en relation avec des contreparties internes (la transaction intervenant entre opérateurs de la même entité, pour le compte de deux clients différents) ou externes (la transaction intervenant entre opérateurs d'entités différentes, pour le compte de deux clients différents). Cette rencontre suit un processus relativement complexe. De façon à clarifier l'activité de *brokerage* dans toute sa diversité et souligner cette complexité, nous allons d'abord revenir sur la structuration de la société de bourse à partir des activités de chacun de ses praticiens. Au sein de la maison de courtage, une double activité est menée de front : d'une part, la production d'analyses financières, et, d'autre part, des recherches exprimant l'opinion d'un analyste ou d'une équipe d'analystes. Les recommandations d'investissement qui y sont formulées sont ensuite utilisées (appropriées, parfois remises en cause) par les *sales*, dont le métier consiste à vendre la recherche aux clients, dans le but que ceux-ci leur envoient des instructions d'achat ou de vente de titres, pour exécution. Lorsque l'instruction est reçue (« l'ordre » dans le jargon de ces métiers), un négociateur de marché la prend en charge et la gère face au marché. Nous mettons ci-dessous en perspective les principales tâches revenant à ces différents métiers de l'intermédiation :

---

<sup>16</sup> Il est à noter que ce paragraphe emprunte largement à des présentations faites lors de conférences académiques (Gialdini et Lenglet, 2012a) ainsi qu'à un chapitre d'ouvrage à paraître (Gialdini et Lenglet, 2012b). Ces emprunts ont été faits en accord avec notre co-auteur Marc Lenglet que nous remercions.

## a) Vendre

Il revient au vendeur (le *sales*) de gérer spécifiquement les interactions avec les clients : vendre le produit créé (l'analyse financière) et ses à-côtés : des capacités d'exécution, une fois le client déterminé à opérer un mouvement, c'est-à-dire à instruire un ordre. D'un point de vue réglementaire, la fonction de vendeur est exercée par :

« [...] toute personne physique chargée d'informer ou de conseiller les clients du prestataire de services d'investissement sous l'autorité ou pour le compte duquel elle agit, en vue de transactions sur instruments financiers » (AMF, 2011, art. 313-7-2).

Depuis le mois de juillet 2010, les vendeurs doivent être titulaires d'une carte professionnelle, au même titre que les analystes financiers : trace réglementaire de leur compétence dans l'exercice de leur métier. Le vendeur s'approprie la recherche produite par les analystes, et doit être en mesure d'y porter un regard critique, notamment concernant les hypothèses et les conséquences induites. Il lui revient également de vendre ensuite cette analyse à ses clients, en tenant compte des objectifs d'investissement exprimés par ces derniers (*suitability*), et du contexte dans lequel la transaction prend place (*appropriateness*). Les vendeurs, comme les analystes, sont généralement organisés par type de produit ou zone géographique : clients français, clients britanniques, clientèle de *hedge funds*, ou vente d'ETF (*Exchange Traded Fund\** ou fonds cotés en continu) par exemple. Le vendeur participe en outre, lors de l'ouverture et pendant toute la vie du compte, au processus de connaissance du client (également dénommé KYC, acronyme de *Know Your Customer*), qui consiste à enregistrer un ensemble d'informations destinées à la correcte appréhension de sa nature et de ses activités, tout autant qu'à permettre au courtier d'obtenir les assurances nécessaires sur les plans juridique et réglementaire. Cette connaissance du client se trouve patiemment tissée entre le vendeur et ses contreparties, qu'il rencontre souvent. Enfin, certaines sociétés de courtage ont introduit dans leurs salles de marché une fonction intermédiaire entre vendeurs et négociateurs : des *sales traders*, étant tout à la fois en relation avec des clients, et en charge du pilotage et du suivi des ordres. Ces *sales traders* effectuent l'interface entre les *sales* consacrant davantage de temps à travailler à partir de l'analyse financière et à chercher de nouveaux clients, et le négociateur qui lui ne connaît pas l'identité des clients pour le compte desquels il exécute les ordres. Dans ce type de configuration, le *sales trader* est en mesure de suivre au fil de l'eau l'état d'avancement de l'exécution des ordres des clients, tout en les tenant informés le cas échéant. Les vendeurs, qu'ils soient *sales* ou *sales traders*, constituent autant de points d'entrée vers le marché pour les clients gravitant autour des intermédiaires financiers.

Les clients sont en général des gérants de fonds organisés de diverses manières. Il existe quatre grandes familles d'investisseurs institutionnels (Lavigne, 2005) qui sont : l'ensemble des Organismes de Placements Collectifs (ou OPC), les fonds de pension et mutuels, les compagnies d'assurance et de plus en plus, les *hedge funds*. Ces investisseurs ont tous des horizons d'investissement variés (court, moyen et/ou long terme, voire spéculatifs pour la dernière catégorie surtout). Ces sociétés d'investissement sont composées de gérants décideurs qui ont cependant un point commun : ils doivent traiter un afflux gigantesque d'informations en provenance du marché et des émetteurs.

Pour cela, les plus grandes structures peuvent avoir recours à des équipes de recherche internes en économie et finance, ce sont les analystes *buy side* ; mais, avec ou sans cet appui interne, les gérants croisent toujours avec les apports de *brokers* qu'ils auront au préalable longuement testés et retenus pour la qualité des services donnés. Ces gérants sont organisés par produits suivis (dans notre étude, les actions), par zone géographique (ici, la zone Euro), parfois par secteurs d'activité (automobile, pharmacie, agro-alimentaire...) et par capitalisation des actifs (*Large, Small et Mid Caps\**) s'ils ont une taille suffisante. Les investisseurs institutionnels ont une influence prédominante sur les marchés actions dont ils représentent les plus gros actionnaires avec une large domination des structures anglo-saxonnes. Ils ont donc imprimé leurs codes dans le système actionnarial notamment en matière de gouvernance (Gomez, 2001 ; Montagne, 2001) mais aussi dans la structuration même des marchés et des organisations d'intermédiation. La même répartition des activités se retrouve dans les sociétés de *brokerage* comme une sorte d'image en miroir de ce qui existe en gestion de fonds (ou *Asset Management*) ; l'une ne peut pas se comprendre sans l'autre.

### ***b) Analyser***

Le règlement général de l'AMF définit la fonction d'analyste financier comme une activité de production de « recommandations d'investissement » (AMF, 2011, art. 313-30), c'est-à-dire la formalisation :

« [d']une étude, information ou opinion, produite dans un cadre professionnel et destinée à être rendue publique, recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement relative à une personne dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou aux instruments financiers qu'elle émet » (COMOFI, art. R621-30-1).

L'analyste financier est donc un opérateur de marché qui a pour fonction d'exprimer son opinion à travers des supports variés (rapports, messages, discussions téléphoniques) et dans lesquels il déploie des arguments étayant le jugement qu'il porte sur les instruments financiers

émis par des entreprises ou des États. Ce jugement se trouve traduit dans des indications destinées à faciliter ou causer la décision d'investissement ou de désinvestissement de celui à qui la recherche est adressée (le client : gérant au sein d'une société de gestion d'actifs, trader ou particulier). Des stratégies d'investissement y sont formulées, et prennent la forme soit d'indications explicites d'acheter, conserver ou vendre les instruments financiers dont il est question ; soit d'indications implicites faisant référence à des objectifs ou des projections de cours futurs (COMOFI, art. R621-30-1). L'analyse peut prendre diverses formes : elle peut être dite « fondamentale », l'opérateur construisant sa recommandation en suite d'une analyse des documents comptables et financiers émis par l'entreprise, ainsi que du contexte économique dans lequel celle-ci inscrit ses activités, en tenant compte également de différents horizons temporels (Beunza et Garud, 2007). Les analystes suivent souvent plusieurs valeurs, et sont généralement spécialisés par secteurs d'activités (automobile, électronique, grande distribution, matières premières, etc.). Au sein de cette première catégorie d'analystes, on trouve également des personnes produisant des études économiques et des études labellisées « investissement socialement responsable », proposant des analyses tenant davantage compte de certains aspects sociopolitiques (analyses de gouvernance et impacts sociétaux par exemple). Un second type d'analyse dite « technique » ou « chartiste » (de l'anglais *to chart*) cherche à anticiper l'évolution des cours à partir de l'analyse des tendances passées constatées sur les marchés. Très critiqué par la théorie néoclassique, puisqu'il remet en cause l'hypothèse de l'efficacité des marchés, ce type d'analyse reste néanmoins populaire du fait de son accessibilité conceptuelle et technique (Lépinay et Rousseau, 2000 ; Preda, 2007). Un troisième type d'analyse, dite « quantitative », consiste à produire des recommandations à partir de modèles statistiques et stochastiques : cette analyse, fortement mathématisée, sert notamment aux investisseurs arbitragistes. Ces trois types d'analyses se complètent souvent, se concurrencent parfois, mais surtout s'inscrivent dans des horizons temporels différents : lorsque l'analyse fondamentale propose des décisions et des prévisions à six ou douze mois, l'analyse technique et l'analyse quantitative peuvent proposer des décisions d'investissement valables pour la journée.

L'analyse financière *buy side* (coté investisseurs) correspond chez les PSI à l'analyse *sell side* (coté intermédiaires). Elle va se concentrer sur de la recherche et une production d'informations journalières et d'études fondamentales pour les zones et les secteurs suivis. Les analystes financiers sont là pour tenter d'éclairer le présent des sociétés cotées et dans la mesure du possible, d'élaborer des scénarii futurs plausibles permettant de se projeter dans

leur avenir stratégique, financier et boursier pour permettre aux investisseurs de prendre une décision d'achat, de vente voire de conservation d'une position. Il s'agit là d'un métier difficile (Brender, 2004) qui suppose « un exercice ardu de projection dans l'avenir et de réduction de l'objet étudié, puisque l'appréciation d'une société se traduit par un cours cible » (Chambost, 2007).

Pour mener à bien leur tâche, les analystes vont faire une collecte intensive et permanente d'informations publiques sur les entreprises étudiées et s'appuyer sur une relation forte avec le management – en veillant toutefois à ne pas verser dans l'information privilégiée qui conduirait au délit d'initié. Cet aspect du métier a été étudié en finance dans le cadre de recherches réalisées sur les questions d'asymétrie informationnelle sur les marchés même si peu d'éléments sont donnés sur le mode d'interprétation des informations reçues (Rainelli-Le Montagné, 2003 ; Chambost, 2007).

Les analystes travaillent en étroite collaboration avec les stratégestes de marché, lesquels sont des économistes qui étudient les évolutions géopolitiques, macroéconomiques et sociales pour en mesurer l'impact potentiel sur les bourses. Avant de convaincre les gérants, analystes et stratégestes se confrontent avec les équipes internes de vente.

### **c) Négociier**

Ici, nous situons les opérateurs qui négocient directement face au marché : utilisant les systèmes d'information qui sont effectivement connectés aux serveurs des infrastructures de marché, les négociateurs ont la faculté d'insérer, modifier ou supprimer les instructions visibles dans le carnet d'ordres représentant pour chaque instrument le « marché » du titre : dans le cas des marchés réglementés, les volumes, prix et nombres d'instructions pour chaque pas de cotation sont ainsi visibles à tout participant, depuis sa station de négociation. La réglementation en vigueur en France précise que les négociateurs sont des :

*« [...] personne[s] physique[s] habilité[s] à engager la personne sous la responsabilité ou pour le compte de laquelle elle agit dans une transaction pour compte propre ou pour compte de tiers portant sur un instrument financier » (AMF, 2011, art. 313-30).*

Nous l'avons déjà précisé auparavant, la négociation d'instruments financiers est une activité qui se différencie selon la nature juridique et comptable des flux financiers à partir desquels elle est effectuée : il y a somme toute une assez grande différence entre le *trader* intervenant pour le compte d'une banque d'investissement, déployant à ce titre une stratégie individuelle et le *trader* qui se voit confier par la banque l'employant un portefeuille d'instruments financiers qu'il lui revient de valoriser. Les stratégies mises en œuvres par ces

opérateurs sont diverses (Godechot, 2007) : tenue de marché (*market making*), spéculation (prise de positions directionnelles accompagnant une tendance de marché) ou encore arbitrage (consistant à exploiter des différences « anormales » de prix entre actifs similaires). À l'inverse, les négociateurs intervenant dans les sociétés de courtage ne supportent pas le risque en compte propre, et se bornent à exécuter les instructions leur provenant indirectement – *via* les *sales traders* et les vendeurs – des clients.

C'est sans doute au niveau de la négociation que l'appareillage sociotechnique des opérateurs de marché est le plus impressionnant : non contents de faire face à de multiples écrans leur permettant de voir et de lire le marché grâce à différents dispositifs (Beunza et Muniesa, 2005 ; Pryke, 2010), les négociateurs usent désormais le plus souvent d'automates de *trading* (Lenglet, 2011) pour exécuter les ordres, qui prennent en charge des micro stratégies d'investissement ou de désinvestissement en répliquant une série d'interventions stylisées, permettant au négociateur de diversifier ses modes d'engagement dans le marché.

#### **d) Administrer et Contrôler**

D'autres métiers viennent compléter ce tableau. Pour la plupart, ils correspondent à des activités qui sont considérées comme support, car en relation indirecte avec le client et les sources de revenu de l'organisation. À ce titre, leurs acteurs perçoivent des salaires fixes plus directement reliés aux standards du secteur bancaire commercial même si s'y ajoute une partie variable liée aux résultats de la société de *brokerage* mais sans aucune mesure avec le système des bonus pratiqués pour les métiers cités ci-dessus. Une fois que l'on quitte les opérateurs intervenant au plus près des marchés (le *front office*), on entre dans le cercle passablement déconsidéré par la hiérarchie symbolique à l'œuvre dans les milieux financiers. Pourtant, « le *front office* ne pourrait fonctionner sans un important appui logistique qui rend les transactions matériellement possibles » (Godechot, 2007).

La famille des métiers supports qui est la plus représentée est celle du *middle* et du *back office*. Les premiers effectuent un véritable lien entre les deux extrémités de la chaîne (du *front* au *back*) : ils interviennent lorsque la transaction a eu lieu, collectent les données relatives à l'allocation des ordres, et les intègrent dans les systèmes d'information internes à la société de courtage. À ce titre, ils effectuent un premier travail de dégrossissement et de vérification des anomalies de collecte. Ils enregistrent (c'est le *booking*) les transactions, permettant ainsi l'initiation du processus de règlement (en *cash*)/livraison (en titres). Les opérateurs du *middle office* opèrent ainsi des traductions entre deux univers symboliquement incommensurables dans les esprits, et assurent la transformation de l'information financière

résultant de la transaction.

Au sein du *back office* on trouve le plus souvent une industrialisation des tâches, qui sont considérées ingrates et répétitives. Des équipes se relaient du matin au soir pour prendre en charge l'administration et le contrôle du processus de règlement/livraison, mais également d'autres aspects liés à la vie des titres financiers. Les opérateurs peuvent en effet être amenés à gérer les bases de données client (*back office* clients), prenant en charge la documentation recueillie dans le cadre du processus KYC auquel participe le vendeur, et s'assure de sa mise à jour au fil de l'eau. Disposer d'une information à jour est en effet cruciale pour bon nombre d'intervenants de la société de courtage : juristes en charge de la rédaction des contrats, ou fonctions de contrôle s'appuyant sur ces informations pour assurer le cadrage normatif des activités de marché. Les opérateurs peuvent également appartenir aux équipes directement impliquées dans le suivi du processus de matérialisation des transactions (*back office* R/L), gérant la vie de l'ordre après son exécution (*matching*, vérifications, dénouement), pendant la durée autorisée par le marché (en France, le processus de règlement livraison s'effectue dans un espace de trois jours), sous peine de supporter des pénalités en cas de suspens (ce que l'on appelle le « non appariement » des instructions de règlement/livraison à l'un ou l'autre bout de la chaîne). Certains opérateurs peuvent être amenés à initier des prêts ou des emprunts de titres pour éviter ces défauts de paiement ou de livraison de titres (ces défauts engendrant une multitude de risques pour le courtier : financier, d'image et de réputation, de notation, de rachat ou *buy-in*).

C'est grâce au travail de ces équipes que le contrat liant juridiquement l'acheteur et le vendeur prend tout son sens. Enfin, des opérateurs sont en charge de contrôles divers au sein du *back office* : contrôle que les instructions non appariées font bel et bien l'objet d'une relance, contrôle du bon dénouement des opérations et des différents comptes impliqués dans le processus.

Donc ces métiers sont constitués d'administratifs, de comptables et de contrôleurs de gestion qui vérifient la régularité des ordres passés au quotidien. Ils enregistrent les opérations afin de procéder le plus rapidement possible (les 3 jours ouvrés sont, dans la pratique, les minutes qui suivent le bouclage de l'ordre) au règlement et à la livraison des espèces et des titres dans les comptes des clients. Ils agissent toujours pour qu'il y ait concordance avec la demande initiale des gérants et conformité aux règles du marché ; ils sont souvent en relation directe avec les services analogues côté investisseurs.

Cette famille est complétée de plus en plus par des déontologues qui se trouvent en salle de marché ou dans des bureaux dédiés et sont là pour se poser comme les « garant(s) du respect des bonnes conduites, promoteur(s) de ces meilleures pratiques (*best practices* ou encore *sound practics*) qui font l'objet de rapports de la part des régulateurs » (Lenglet, 2008). Ils agissent dans les départements de contrôle internes à l'entreprise : contrôle permanent et conformité. Le contrôle permanent consiste pour des agents dédiés, à opérer un :

« [...] *contrôle permanent de la conformité, de la sécurité et de la validation des opérations réalisées et du respect des autres diligences liées à la surveillance des risques de toute nature associés aux opérations* » (CCLRF, 2005, art. 6.a).

Les opérateurs en charge du contrôle permanent effectuent ainsi des séries de contrôles sur l'activité : contrôle de l'horodatage des ordres, des modifications de taux de commission, des déclarations des transactions effectuées hors marché, déclaration des achats et ventes de titres en période d'offre, suivi des transactions effectuées par des clients « sensibles » (c'est-à-dire ayant fait l'objet d'une déclaration de soupçon d'abus de marché auprès de l'AMF, ou d'une déclaration de soupçon de blanchiment auprès de TRACFIN\*), contrôle du suivi des comptes erreurs, traitement des demandes d'informations formulées par l'AMF, etc.

Parallèlement à ces activités de contrôle permanent, certains opérateurs sont en charge de la conformité des services d'investissement : ils s'occupent plus spécifiquement de la déontologie des pratiques mises en œuvre par les autres opérateurs. Ces responsables de la conformité se chargent d'évaluer et de contrôler l'efficacité des dispositifs visant à détecter les risques de non-conformité, ainsi que du conseil et de l'assistance des opérateurs chargés des services d'investissement (AMF, 2011, art. 313-1 sq.). Outre le contrôle et le conseil, ces opérateurs assurent également l'édiction et la diffusion des normes de marché au sein de l'entreprise, et des formations. Ils sont pleinement intégrés au processus de régulation de l'activité et interagissent en tant que de besoin avec les régulateurs (notamment l'Autorité des Marchés Financiers et l'Autorité de Contrôle Prudentiel en France, ainsi que les services de surveillance des marchés).

Dans ces métiers supports, les informaticiens jouent un rôle incontournable à une époque où tous les systèmes de marché sont électroniques et que la moindre défaillance en la matière est lourde de conséquences quant à la fiabilité perçue de la société de *brokerage*. Il en est de même des traducteurs qui reprennent toutes les informations émises par le PSI en langue étrangère (en général, en anglais) en respectant le sens mais encore la forme réglementaire. Restent les incontournables assistantes qui assurent un travail de marketing ou de secrétariat

ainsi que les innombrables stagiaires à qui aucune opération sensible ne peut être confiée.

Pour conclure ce tableau, rappelons encore que les vendeurs (ou *sales*) sont les interlocuteurs directs des gérants de fonds. Ils occupent le métier pivot du *front office* car d'une part, ils sont historiquement à l'origine de l'activité de *brokerage*, puisque les premiers *brokers* étaient des sortes de commerciaux qui montaient leur structure de courtage et vendaient directement leurs idées sans avoir recours à des services complémentaires ; et d'autre part, il met ces acteurs en confrontation directe avec le client dont ils gèrent l'ensemble de la relation. Le vendeur est le premier à recevoir les retours positifs comme négatifs des investisseurs institutionnels qui par leurs ordres assurent la pérennité de l'ensemble de la société de *brokerage*. Avec le développement ces vingt dernières années d'une analyse financière de plus en plus standardisée, qui vise ainsi à donner une image des PSI en accord avec les contraintes réglementaires croissantes, les vendeurs sont de plus en plus dans une position de représentants de l'analyse maison. Il reste cependant la personnalisation de la relation (Ortiz, 2008) qui continue à leur incomber et permet une fidélisation des clients. Les vendeurs seniors rencontrés dans le cadre de cette recherche se sentent d'ailleurs souvent plus liés aux intérêts de leurs clients qu'à ceux de leur propre employeur, considérant que ce sont les premiers qui les font vivre et qu'ils les suivront probablement en cas de changement d'organisation. On rejoint ici la notion de « rente » procurée par l'expérience et soulignée déjà par Godechot (2007) ; c'est une rente de position dans un réseau patiemment construit et entretenu, mais aussi, souvent, jalousement gardé des vendeurs juniors qui vont intégrer l'équipe. Les *traders* connaissent aussi cette personnalisation de la relation mais avec leurs alter ego. Il existe en effet des *trader buy side* (donc du côté des investisseurs) qui vont rassembler les demandes d'opérations des gérants responsables de la décision des mouvements des portefeuilles de titres, puis ces *traders* vont répartir ces opérations, toujours en fonction des indications des gérants, vers les *traders sell side* (donc des sociétés de *brokerage*) retenus comme fiables et en général en retour des services assurés par le contact du vendeur auprès de tel ou tel gérant. Côté gestion, les *traders* sont donc les assistants des gérants tandis que côté *brokerage*, ils sont en quelque sorte les relais internes entre le vendeur et les négociateurs (encore appelés « *CAC men* ») chargés plus spécifiquement du travail informatique d'exécution des ordres dans le marché depuis la mise en place d'un système de cotation électronique (Muniesa, 2005). Les *traders sell side* contribuent aussi à la relation en entretenant des liens étroits et réguliers – au moins par téléphone – avec les tables de gestion qu'ils peuvent aider à améliorer des moyennes de cours

par des opérations plus spéculatives. Ces *traders* n'exercent qu'une fonction de support et sont reconnus dans les métiers de la bourse comme *sales-trader*. Certains *traders* sont autorisés à faire des opérations en compte propre, c'est-à-dire de la spéculation sur des titres cotés pour obtenir des performances non plus pour des clients mais pour la société de *brokerage* elle-même. Une famille de ces *traders* pour compte propre est représentée par les arbitragistes qui profitent des déséquilibres sur les marchés ; ils achètent et vendent simultanément des titres pour tenir leurs positions couvertes. On trouve aussi les *market-makers* qui, comme leur nom l'indique, vont contribuer à faire le marché en assurant la liquidité sur des titres donnés, soit pour des opérations en compte propre, soit pour répondre au mieux à une demande des investisseurs. Dans ces derniers cas, il ne doit pas y avoir conflit avec les intérêts des clients et une réglementation stricte existe en la matière.

À première vue, ces métiers semblent être placés sous un organigramme assez plat car il existe peu de management intermédiaire. En fait, chaque catégorie de métier est gérée par un responsable souvent là pour son savoir-faire, sa connaissance des réseaux clients et son ancienneté. Le véritable chef de l'ensemble est la plupart du temps le chef de table, il est en l'occurrence celui qui rapporte le plus à l'organisation. Il doit donc sa position de directeur, voire de partenaire, plus à la légitimité que lui confère son chiffre d'affaires annuel qu'à sa capacité en relations humaines. On est face à une organisation du travail qui est très entrepreneuriale. Il n'en demeure pas moins qu'il choisit ses équipes sur des bases relationnelles fortes, presque de la cooptation, qui aboutissent, surtout sur le *front office*, à des rapports très directs et ouverts où les conflits, comme les moments de solidarité, sont monnaie courante. La configuration des salles de marché, où tous travaillent aux yeux et aux oreilles de tous, favorise ces situations. Depuis la modernisation de la finance de marché, les profils des opérateurs de marché ont connu une profonde évolution.

### **1.3.3.2. Qui devient *broker* ?**

Si nous nous concentrons ici sur les métiers du *front*, nous pouvons constater qu'il existe des points communs entre les opérateurs. Cette homogénéisation des profils en salle de marché peut s'expliquer par la volonté d'avoir des acteurs globaux capables de s'interconnecter à travers le monde d'une place financière à l'autre. On voit donc souvent dans ces salles des individus jeunes, potentiellement résistants au stress (on nous dira souvent dans les entretiens « pouvant faire face à la pression des marchés »), capables de tenir un discours stratégique, financier et économique qui soit cohérent et marchand et de préférence dans plusieurs langues.

Nous avons vu dans notre synthèse historique comment à l'époque des agents de change, on devenait commis de bourse. Aujourd'hui, les choses ont changé ; il n'en demeure pas moins que le métier reste relativement fermé. Beaucoup en rêvent, peu le connaissent en pratique et avec un nombre limité de sociétés de *brokerage* en France, les places sont limitées d'autant plus que la concurrence des profils internationaux est forte. Le plus souvent, c'est l'image exotique du *golden boy* qui motive les jeunes prétendants à ce type de poste. Près de la moitié des personnes rencontrées dans le cadre de cette recherche, avouent avoir conçu le projet de travailler dans le monde de la finance pendant leurs études où ils ont souvent participé à un club d'investissement en Bourse. Il faut y voir une certaine influence des médias ou de films emblématiques comme *Wall Street*, portés par l'euphorie boursière des années 1990 et le mythe de l'argent facile. Ce métier est pensé comme lucratif – ce qui est d'ailleurs le cas si on compare la grille des salaires avec le monde industriel par exemple.

C'est aussi un métier qui attire car il donne une certaine impression de toucher au cœur des activités économiques, « on peut croire comprendre les arcanes qui régissent le monde moderne » m'a dit un interviewé qui a reconnu que c'est là une position qui peut conduire à des dérapages et que seule une prise de recul suffisante préserve pour perdurer dans ce métier. Enfin, c'est le sentiment d'intégrer un monde à part, par ses pratiques et son vocabulaire obscurs pour le quidam, un monde en évolution rapide où l'on va mettre à profit toutes ses aptitudes et ne jamais s'ennuyer – un interviewé fera ainsi une analogie avec la chasse.

Qu'en est-il ? En fait, rien de cela n'est totalement infondé, mais la vocation financière se frotte à d'autres aspects dont il faut s'accommoder pour survivre dans cet univers. Les métiers du *brokerage* au niveau du *front office* restent très masculins, conflictuels, et avec les évolutions récentes, ils conduisent de plus en plus à réduire les valeurs personnelles à des valeurs monétaires. Si les enjeux sont clairement affichés et les mêmes pour tous, ils deviennent aussi vite désincarnés et le caractère quotidien et routinier de ce travail apparaît. Un travail où chacun s'attelle à une tâche bien définie au préalable par le chef de table – le responsable du *desk* – seule personne à qui l'on rend des comptes dans cet univers à organigramme plat. Il recrute directement ses collaborateurs, négocie leur contrat de travail et décide le montant annuel de leur bonus, en fonction de leur résultat individuel en termes de courtages engrangés. Chacun garde une certaine autonomie d'action – et reste libre de se vendre ailleurs – car seul le résultat immédiat compte trop souvent dans les PSI ayant adopté une approche standardisée court termiste : faire des profits le plus vite possible. Tout est donc bien mis en œuvre pour faire du *broker* moderne un parfait exemplaire d'*homo oeconomicus*,

ceci d'autant plus facilement que la salle de marché s'uniformise avec ses jeunes diplômés de grandes écoles d'ingénieurs ou d'école de commerce qui sont arrivés ces vingt dernières années pour assurer la relève et permettre normalement au système de fonctionner avec une technicité plus élevée et une internationalisation croissante.

On peut écrire avec Godechot (2001) que « les opérateurs se trouvent donc pris dans un jeu sérieux, le jeu marchand, dont les règles sont fixées par les instances de régulation de l'entreprise et du marché ». Ils vont alors faire avec, et ceci, *a priori*, d'autant plus aisément qu'ils ont été formés en amont à cette image des marchés financiers modernes, et même s'il existe encore des strates du passé. Cependant, ce qui semble être un atout devient source de difficultés lorsque le contexte se complexifie, s'emballe et demande des mutations ou tout au moins une façon différente d'envisager le métier. Ces opérateurs et ceux qui les assistent sont là avant tout pour répondre à des attentes du marché et agir dans l'intérêt du système qu'ils ne font que servir ; leurs fonctions entrent donc dans un cadre commun et dans un système de rémunération incitatif.

### **1.3.3.3. Système de rémunération**

Outre, une partie fixe basée sur les grilles salariales de cadres supérieurs voire de dirigeants d'entreprises pour les plus élevées, la rémunération de l'ensemble des activités des sociétés de *brokerage* se fait majoritairement sous forme de courtages et de commissions. La source principale est assurée par les opérations de négociation pour lesquelles un courtage est calculé sous forme de pourcentage prélevé sur les capitaux échangés. Ce pourcentage varie en fonction de la taille des opérations, du type de client (institutionnel, particulier) et de sa fidélité au *broker*.

Depuis une plus grande ouverture du marché français, puis européen, à la concurrence, les tarifs du courtage sont fixés par les PSI eux-mêmes, dans un contexte concurrentiel particulièrement fort entre eux, mais aussi avec l'arrivée ces dernières années de nouvelles plateformes de négociation. Ainsi, avant l'entrée en vigueur de la MiFID, le ticket d'entrée pour un client institutionnel peu régulier, de taille moyenne, pour un ordre moyen sur un titre liquide (par exemple un achat de 3 000 titres BNP) était de 0,3 à 0,2 %. Aujourd'hui, les rétrocessions peuvent aller jusqu'à une baisse de 70 % du taux du courtage appliqué pour des opérations significatives ou un client à fidéliser.

Ce flux de rémunération central peut être complété par des commissions variées. Ainsi, les PSI qui gèrent des portefeuilles peuvent recevoir des commissions de gestion liées à la taille

des encours et à la performance du portefeuille. De même, il existe certaines commissions pour la conservation des titres, que l'on appelle des droits de garde, calculées en fonction du nombre et de la taille des lignes ; ces titres conservés peuvent sous certaines conditions être parfois prêtés ce qui permet là aussi des prélèvements.

On constate donc que les sources de revenus sont variées même si le courtage garde une place prépondérante. Toutes ces sources sont en place dans un cadre concurrentiel particulièrement important. La pression du prix est très forte d'autant plus que la partie variable des salaires des opérateurs de marché est calculée sur le courtage et les commissions générées pour l'organisation. Ces acteurs doivent dans leurs propres termes « cracher » du volume, c'est-à-dire générer le plus d'opérations possibles pour espérer avoir quelques pour cents du chiffre produit. En général, en salle de marché de titres actions, il est prélevé environ 6 à 10 % de ce qui est produit par les équipes du *front* (toujours dans le jargon) « au compteur » sur une année. La hiérarchie de la salle gardera la meilleure part et la base (essentiellement les activités supports) se partageront les miettes. Tous ont cependant intérêt à ce que les résultats soient importants, donc que du flux soit produit. Il y a donc une sorte de consensus muet en interne pour construire une même fonction.

#### **1.3.3.4. Le *brokerage*, une fonction d'information**

En fait, si on reprend l'idée de base selon laquelle « les Bourses des valeurs ont pour mission d'assurer le financement de l'économie par la voie de l'appel public à l'épargne, en organisant la négociation des titres de propriété » (Spieser, 2004), on comprend qu'avec les deux hypothèses centrales d'anticipations rationnelles et d'efficience des marchés, le rôle dévolu au *brokerage* est celui de facilitateur. C'est un intermédiaire mettant en relation des acteurs financiers de natures et de fonctions différentes contre courtage. Traditionnellement, il est là pour permettre d'aider à révéler aux investisseurs ce qui est appelé la « juste valeur » des entreprises, pour une allocation du capital la plus efficace possible.

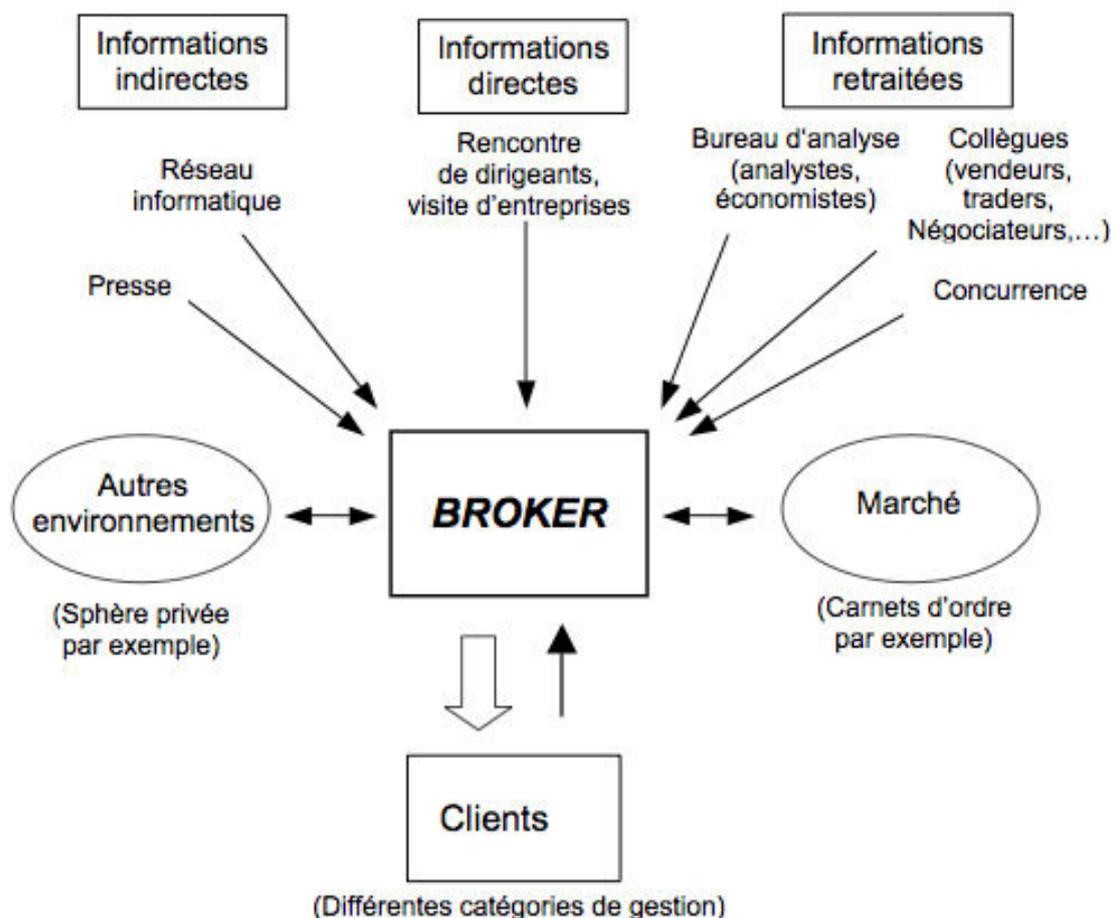
Il est aussi censé répondre à des critères de rentabilité puisque ce faisant, il est là pour gagner et faire gagner de l'argent. Il est possible de décomposer ainsi son activité :

- il montre la voie en soulignant l'information pertinente en termes d'évaluation fondamentale pour les titres et technique quant à la cotation ;
- il assure le bouclage de l'opération (achat ou vente du titre conseillé, liquidité) ou tout au moins la satisfaction du client vis à vis de qui il a une position de conseil.

Il obtient des profits pour son client qui accède à une information lui permettant éventuellement de revaloriser les positions de son portefeuille, pour la société ou le groupe dont dépend l'organisation, ceci en prélevant un courtage sur l'opération dénouée ou en assurant la pérennité de la relation client, pour les individus eux-mêmes impliqués dans la structure puisqu'ils touchent une rémunération variable fonction des résultats commerciaux.

Le *brokerage* est donc au carrefour de flux d'informations qu'il dirige voire réoriente, comme le montre le schéma suivant :

**Schéma 6. Réseaux des relations du *brokerage* et sources d'informations**



L'information est donc essentielle à l'activité de *brokerage*, comme elle l'est d'ailleurs dans les fonctionnements économiques actuels. Elle exige du temps, des efforts et donc des coûts élevés pour y accéder ou, si elle afflue, pour la traiter. L'intermédiaire qu'est le *broker* va certes se faire payer pour son travail de traitement et de diffusion de l'information mais s'il existe, c'est aussi parce que ses clients considèrent que son activité leur permet une réduction

des coûts de recherche ou tout au moins, la possibilité de faire des comparaisons mais de façon synthétique.

Les acteurs du *brokerage* sont là pour anticiper le marché, les tendances, les stratégies et les donner à voir aux clients. Si la complexité dans laquelle ils se débattent ne leur permet pas de « triompher des forces secrètes du temps et de l'ignorance de l'avenir » (Keynes, 1936), ils vont au moins tenter de se montrer capables de percevoir des influx pour construire des plausibles qu'ils vont partager – échanger.

Pour ce faire, ils vont au-delà d'une information standardisée mais se repositionner en conscience dans une « relation tri unique » (nous empruntons et transposons là une expression de Morin, 2001) *broker*/ marché /homme. En d'autres termes, ils pourront espérer atteindre au moins partiellement leur but en construisant, de par leur expérience et leurs aptitudes d'homme et de *broker*, une information potentiellement valide et échangeable car actionnable sur les marchés qu'ils sont ainsi susceptibles de transformer au moins partiellement – et *vice versa*.

Envisager alors une telle démarche, exige un décadrage. Tenter d'écrire de nouvelles pistes pour pratiquer le métier de *broker* demande de s'intéresser non plus seulement aux théories des marchés financiers qui s'inscrivent pour la plupart dans le désir de produire des outils simples mais de rechercher à construire une modélisation, soit par emprunts, soit par transpositions à partir d'autres champs, d'autres disciplines.

## **Conclusion du chapitre**

La grande majorité des PSI de type société de *brokerage* rencontrées dans cette recherche opéraient sur EURONEXT et plus particulièrement sur le marché des actions. Nous y avons donc observé l'organisation et les métiers présentés ci-dessus. La raison d'être de ce type d'organisation était bien commerciale : vendre au mieux de l'information à des investisseurs institutionnels de divers horizons. C'est là la fonction la plus communément répandue pour les sociétés de *brokerage* mais elle ne suffit pas à donner une vision satisfaisante de cet univers relativement fermé au quidam.

Il n'est possible de comprendre ce type d'activité et d'organisations qu'en les re-situant dans leur contexte. C'est ce que nous avons tenté de faire jusqu'ici en veillant à bien redéfinir ce que cache le terme intermédiation de façon générale dans sa relation aux marchés financiers, puis de façon plus spécifique pour le *cash-equity brokerage*. Il nous a alors semblé

indispensable de nous appuyer sur les fondements historiques car ils continuent à forger le socle de cette activité, mais aussi de restituer une vision vivante et didactique permettant de cerner les métiers divers qui peuvent co-exister et coopérer pour assurer les fonctions principales d'un PSI de type *brokerage*.

Cette organisation est encore peu décrite dans la littérature académique comme de vulgarisation ; elle donne lieu à de nombreux clichés, dans la presse ou les romans par exemple. Jusqu'ici, des travaux de recherche s'inscrivant dans le courant de la sociologie de la finance, tentent d'en donner une certaine image mais ils se concentrent le plus souvent sur une seule facette du *brokerage* (analyse financière, *trading*, déontologie...) qui est pourtant très riche. Quant aux travaux de recherche en finance, ils offrent une vision qui laisse peu de place aux *brokers* eux-mêmes ainsi qu'à la mécanique interne des sociétés de *brokerage*. Si nous souhaitons comprendre le rôle du *brokerage* dans l'écologie complexe des marchés financiers contemporains, la façon dont il se meut et les plausibles liés à ce qui semble être sa position de contributeur du marché, nous considérons qu'une démarche décentrée mais transversale peut être utile. Une vision en sciences de gestion par le management stratégique et plus particulièrement par la stratégie a donc été choisie pour ouvrir de nouvelles perspectives tout en ayant une démarche de recherche englobante associant théorie et pratique.



**CHAPITRE 2.**  
**STRATÉGIE ET BROKERAGE : UNE PERSPECTIVE**  
**PAR LA PRATIQUE**



« Les institutions et les expériences qui tendent vers la stabilité des choses, tendent également à occulter la façon dont notre propre forme d'intelligibilité mets des mots, c'est-à-dire [...] ont tendance à occulter la façon dont s'élaborent les pratiques elles-mêmes »

Spinoza, (1958).

## Introduction

Le Chapitre 1 a permis de poser le cadre de notre recherche en définissant le contenu de l'intermédiation financière et plus particulièrement de l'intermédiation de type *Brokerage*. Nous avons pu voir les fondements de cette activité ainsi que sa complexité intrinsèque comme contextuelle. Surtout, nous avons pu comprendre la place qu'elle occupe dans le système financier et économique actuel, ceci au-delà des images véhiculées par la presse qui, depuis ces dernières années post-crise, a beaucoup écrit sur le sujet, parfois de façon caricaturale.

Dans le présent chapitre, nous nous attachons à montrer comment l'intermédiation de type *brokerage* est abordée par la recherche pour étudier les éléments théoriques susceptibles d'éclairer la pratique et la formation de la stratégie des ces organisations singulières si importantes dans le système financier et pouvant impacter ce dernier dans son ensemble. Le sujet s'ancre dans la finance voire la sociologie de la finance mais le regard décentré que nous souhaitons porter par la pratique et les praticiens pour espérer une démarche renouvelée, s'inscrit plus selon nous en management stratégique, champ dans lequel se trouvent pourtant peu de références sur le *brokerage* tel qu'il nous intéresse ici. En fait, lorsque le management stratégique parle du *brokerage*, c'est dans une vision plus large que la nôtre, une vision dans laquelle il est entendu dans les réseaux suite notamment aux travaux de Burt (2007) et au développement de la recherche en systèmes d'information. Peu de choses sont écrites en management stratégique sur le *brokerage* financier même si de plus en plus de voix demandent un dialogue entre finance et stratégie<sup>17</sup> et des travaux croisant les regards des deux champs (Huault et Rainelli, 2010). Il nous semble que le management stratégique aide à avoir une approche responsable sur les organisations qui opèrent dans le champ de la finance tout en permettant d'intégrer les éléments macro et le jeu des acteurs qui y évoluent.

Après avoir donné à voir les diverses perspectives théoriques que nous avons rencontrées et qui tentent d'éclairer le *brokerage*, nous présenterons notre question de recherche en

---

<sup>17</sup> Voir à ce propos le dossier dirigé par Albouy dans la *Revue Française de Gestion*, « Concilier Finance et Management Stratégique », vol. 35, 2009.

stratégie et comment elle a émergé. Nous précisons aussi quelles perspectives ont été retenues en management stratégique dans cette étude et pourquoi. Il convient de rappeler ici, comme déjà souligné dans l'introduction générale, qu'un souci nous a guidé : concilier tout au long de ce travail pratique et théorie.

## **2.1. Quelle littérature académique ?**

Lorsqu'on s'intéresse à un sujet et que l'on souhaite l'aborder dans une certaine perspective, ici le management stratégique, l'on se tourne naturellement vers la littérature dédiée à cette même perspective. Dans le cas de l'intermédiation financière de type *brokerage*, le management stratégique proprement dit est à ce jour assez peu prolixe. Pour avoir une idée de ce que les académiques écrivent sur le sujet, nous avons examiné d'autres champs, avec plus particulièrement la recherche en finance qui pouvait apparaître comme la première concernée. Cependant, force est de constater que le sujet est là aussi partiellement abordé, ce qui demande alors de se pencher sur d'autres champs comme la sociologie avec le courant pluridisciplinaire de la sociologie de la finance.

### **2.1.1. Une littérature en Finance**

Il existe un corpus théorique spécifique qui a permis de légitimer globalement le fonctionnement du système des marchés financiers. Cet ensemble théorique s'inscrit dans ce qu'il est convenu d'appeler la finance moderne, née comme discipline académique après la deuxième guerre mondiale, souvent à partir de travaux de chercheurs à la marge de leurs disciplines d'origine que sont l'économie ou les sciences exactes comme les mathématiques ou la physique (Bernstein, 2000). D'emblée, les théories des marchés financiers vont tenter de s'appuyer sur des représentations simples. Nous insisterons particulièrement sur l'efficacité des marchés financiers qui nous semble centrale pour le sujet traité puisque les sociétés de *brokerage*, en tant qu'intermédiaires du marché impliqués dans une production d'information et de conseil pour les investisseurs, peuvent – selon les hypothèses théoriques retenues – contribuer à cette efficacité ou au contraire provoquer des imperfections.

### 2.1.1.1. La finance moderne de marché

Il s'agit ici de comprendre où se trouve la place du *brokerage* dans la finance de marché. L'efficacité des marchés donne à l'information une place capitale, information qui est le moyen par lequel les sociétés de *brokerage* vont atteindre le but identifié : gagner et faire gagner de l'argent. On constate dans un premier temps que l'efficacité continue à faire débat, qu'on la considère comme incontournable mais présentant des anomalies ou qu'elle est totalement contestée. Dans un deuxième temps, il convient de confronter *brokerage* et évolutions théoriques pour savoir quelles positions sont retenues, avec quels enjeux.

#### a) Efficacité et *brokerage* ?

La théorie de l'efficacité des marchés a pu se développer d'après les travaux pionniers d'Eugène Fama (1965,1970), en tentant de montrer qu'il était possible d'évaluer l'aptitude des marchés d'actions à réaliser leur fonction de formation des prix comme signal fiable pour les prises de décision en termes d'allocation des ressources. Cette théorie, aspire à montrer comment le cours d'un actif financier à un instant donné exprime la synthèse de l'ensemble des informations disponibles et pertinentes sur la valeur de cet actif financier à ce moment précis. Fama part du terme d'efficacité emprunté aux économistes et à Markowitz (1952). Il cherche à rendre plus opérationnelles les notions d'efficacité<sup>18</sup> allocationnelle, informationnelle, opérationnelle en soulignant que l'efficacité totalement réalisée serait le sceau d'un marché parfait.

La théorie de l'efficacité est pour nous essentielle car, au-delà, ce qui intéresse Fama, c'est l'utilisation et la valeur de l'information sur le marché des actions. Il cherche à comprendre les liens entre information et prix sur ces marchés. Or, le *brokerage* se pose comme un lien entre information et prix puisqu'il est censé donner (« vendre »)<sup>19</sup> un avis à un investisseur, un avis contenant une information qui doit éventuellement avoir un impact sur les cours futurs de l'action ; il en va de sa crédibilité car, comme le soulignent Van Loye et Fontowicz (2004) : « La crédibilité est une préoccupation majeure des producteurs d'information. La

---

<sup>18</sup> Alexandre (2001) : « Un marché financier vérifie l'efficacité **allocationnelle** si les prix déterminés à l'équilibre permettent l'égalisation des taux de rentabilité marginaux pour l'ensemble des producteurs et des épargnants. On retrouve la notion d'équilibre général dans un marché de concurrence pure et parfaite. Un marché est efficace sur le plan **informationnel** si l'information est gratuite et parvient à tous simultanément. L'efficacité **opérationnelle** correspond à l'absence de coûts de transaction et à la parfaite divisibilité des actifs. »

<sup>19</sup> Il faut noter ici que par « vendre », on n'entend pas forcément un passage immédiat de courtage sur le titre dont il est question. Il peut aussi s'agir de dire au client de ne pas bouger sur le titre. Il n'y aura aucune rémunération immédiate, mais si le conseil est judicieux, la qualité de la relation permettra que le client rétribue le *broker* ultérieurement.

valeur de l'expertise qu'ils proposent repose essentiellement sur la confiance qu'ils suscitent auprès de leurs clients ».

En 1970, Fama affine son approche en se demandant s'il existe une stratégie permettant de battre le marché ou si ce dernier est irrévocablement efficient. Il s'attache alors à une revue de la littérature sur les tests d'efficience et obtient trois niveaux d'efficience, fonction de la nature de l'information considérée : marché faiblement efficient, marché à efficience semi forte et marché fortement efficient. Il affirme alors :

*« Nous soutenons qu'il n'existe aucun résultat empirique important tendant à infirmer l'hypothèse (d'efficience des marchés) dans sa forme faible ou semi forte [...] et que les tests de sa forme forte n'ont produit que peu de résultats allant à l'encontre de cette hypothèse (en d'autres termes, l'accès privilégié à l'information sur les prix ne semble pas être un phénomène répandu dans la communauté financière) ».*

Ce dernier point est peut-être une clé pour ce qui nous intéresse ici : le rôle du *brokerage*. Ne doit-il pas « sentir le marché », donc faire émerger cette information privilégiée qui ne doit pas être entendue ici comme de l'information d'initiés, mais, comme le précise Bernstein (1992) : « l'aptitude de certains à exploiter, comprendre, ou interpréter l'information, de telle façon qu'ils disposent d'un avantage sur les autres lorsqu'il s'agit de repérer "les bonnes affaires" ».

La théorie de l'efficience s'inscrit dans la même lignée que les deux théories d'évaluation des actifs et co-fondatrices de la finance de marché moderne (Markowitz, 1952 ; Sharpe, 1964). Comme elles, elle repose sur l'hypothèse de marchés parfaits. Elle s'appuie aussi sur la norme produite par le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF) pour donner une idée du prix d'équilibre d'un titre. Par rapport à ces théories sœurs, elle présente une modélisation bien moins formalisée. Cet aspect modélisation ne doit pas nous faire oublier l'importance de la question réelle sous-jacente, à savoir : est-ce que efficience rime avec efficacité pour les marchés financiers en tant que mode d'allocation des actifs ? Certains chercheurs comme Jensen (1978) l'ont cru en assurant que « la théorie de l'efficience des marchés est le seul pilier inébranlable de la finance », mais des situations – anomalies<sup>20</sup>, krach, bulles... –, toujours mal expliquées, laissent le débat largement ouvert et les travaux empiriques auxquels ils ont donné lieu ont parfois mis à mal l'hypothèse d'efficience<sup>21</sup>. Dans la pratique, cette théorie s'est aussi traduite par le développement de la gestion indicielle,

---

<sup>20</sup> On utilise ce terme en finance pour désigner certaines situations récurrentes, où l'on observe une mise en défaut de l'hypothèse d'efficience, par exemple l'effet PER, l'effet janvier (Jacquillat et Solnik, 1997).

<sup>21</sup> Pour une synthèse des travaux empiriques allant dans le sens de cette information, on peut se reporter à Shiller (2000) ou à Schleifer (2000).

considérant que, l'information étant vite intégrée dans les cours, il devient difficile de battre le marché et qu'il vaut alors mieux suivre le cours de la Bourse dans son ensemble. Cependant, cette théorie semble oublier que si l'on dit information, on doit aussi dire interprétation par les agents qui la véhiculent ou la reçoivent. Si le comportement des marchés tend à aller dans le sens de formes faibles et modérées, la forme parfaite ne se rencontre pas.

Le développement des théories modernes des marchés financiers a largement contribué à justifier auprès de professionnels, un processus de rationalisation où l'on attend que les comportements des acteurs principaux (investisseurs, vendeurs, *traders*, analystes...) soient en phase avec les hypothèses formulées. Tout doit être mis en œuvre pour qu'ils donnent des pronostics objectifs basés sur leurs anticipations rationnelles et prennent des décisions en s'appuyant sur une certaine utilité espérée face à de l'incertain. Il s'agit de simplifier le complexe.

Mais jusqu'où est-ce tenable concernant le *brokerage*? La finance avec sa volonté de précision peut alors apparaître comme un champ de recherche où l'homme est le grand absent. On s'attache à la performance des marchés financiers mais bien peu à ceux qui les assurent au quotidien et aux organisations où ils se trouvent. Serait-ce parce que, finalement, ils ont totalement fait corps avec les postulats qui fondent ces théories en intégrant l'excuse du « comme si » car seule compte dans une théorie, l'exactitude des pronostics et non ses hypothèses ?

### ***b) Postulats de la finance de marché et brokerage ?***

Les postulats de la finance moderne de marché présentent des limites quant à la compréhension de l'intermédiation de type brokerage. Il existe peu de travaux unificateurs des théories financières permettant de synthétiser l'ensemble des postulats sur lesquels elles reposent. À l'instar de Rainelli-Le Montagné (2003) faisant suite à Charreaux (2001), la seule référence qui puisse être ici citée concerne l'article de Jensen et Meckling (1994) « The Nature of Man ». Ce texte cherche certes à fonder la théorie positive de l'agence, mais les postulats qu'il introduit sont ceux que partagent l'ensemble des théories financières – qu'elles soient d'ailleurs de marché ou d'entreprise. Il propose le modèle d'un agent créatif, évaluateur et maximisateur (REMM pour *the Resourceful, Evaluative, Maximizing Model*) qui s'inscrit dans trois choix méthodologiques fondamentaux dont nous allons ici tenter de débattre en fonction de notre sujet. Il s'agit de l'individualisme méthodologique, la rationalité et l'équilibre des marchés.

### **c) L'individualisme méthodologique**

Entre les deux grandes postures offertes au chercheur en sciences de gestion que sont le holisme et l'individualisme méthodologique<sup>22</sup> (dorénavant IM), c'est vers cette dernière que penchent les théories de marchés financiers. Elles passent par la modélisation du comportement des agents, en d'autres termes des individus eux-mêmes. Doit-on accepter cette position sans s'interroger notamment sur deux débats que nous souhaitons soulever ici.

D'une part, le débat sur IM et action collective : ne peut-on pas penser, en analogie avec certains courants récents en économie, que parfois la pratique produite par les agents sur le marché financier apparaît comme non maîtrisée par ces mêmes agents ? Si on reprend Mouchot (2003), il apparaît que l'IM pur peut difficilement rendre compte de bien des situations courantes. Notamment, en refusant d'admettre qu'il est impossible d'évacuer totalement le sujet collectif, résultat certes de l'accumulation ou de l'agrégation d'actions individuelles, mais non moins « structurant ». Or, comment penser une activité sur les marchés financiers sans voir aussi ce marché comme le produit d'une action collective issue de la coordination de certains agents particulièrement dans le cadre d'organisations comme les sociétés de *brokerage*.

D'autre part, le débat sur IM et échange marchand : qui dit IM pur, dit remise en question de l'échange marchand tel que pensé sur les marchés financiers. Il n'y a pas d'échange qui se donnerait pour « naturel » car issu d'un désir partagé des agents. Les marchés financiers supposent des règles pour un bon bouclage de ces échanges, règles implicites ou explicites qu'il convient de connaître et tout particulièrement celles de l'intermédiation de type *brokerage*. Les développements actuels concernant l'étude des microstructures des marchés de capitaux vont aussi dans ce sens, en soulignant comment la Bourse peut être une structure qui s'impose aux agents qui y opèrent, ne serait-ce que par les règles à respecter dans le cadre du *brokerage*.

Se pose ici une question essentielle : à qui doit profiter le marché ? En effet, il ressort que l'échange marchand ne peut se situer qu'à partir d'une telle question. Qu'est-ce que les règles mises en place doivent protéger, favoriser, contre quels dangers ?

---

<sup>22</sup> Rappelons ici la définition de Mouchot (2003) pour le holisme, « méthode d'approche des phénomènes qui consiste à expliquer les éléments à partir du tout. Dans les sciences sociales, le holisme affirmera donc que les comportements des individus trouvent leur explication au niveau de la "société", de la structure sociale » et celle de Boudon (1985) pour l'individualisme méthodologique : « Pour expliquer un phénomène social quelconque [...] il est indispensable de reconstruire les motivations des individus concernés par le phénomène en question et d'appréhender ce phénomène comme le résultat de l'agrégation des comportements individuels dictés par ces motivations ».

On est là face à une dimension politique qui semble relativement éloignée d'une théorie financière basée sur l'individualisme méthodologique pur. Elle implique une instance supérieure de régulation pour organiser le marché de façon équitable pour tous les acteurs concernés (les agents financiers, mais aussi les entreprises cotées et leurs partenaires par exemple). À défaut d'une telle instance, il convient au minimum que les agents s'auto-régulent : vœu pieux ou réelle possibilité ? Dans le cas du *brokerage*, la question est de taille : l'échange marchand qu'on entend mener à terme n'est pas uniquement un échange instantané. Il doit rester avant tout un échange, au sens large, dans lequel les opérateurs de marché sont certes là pour faire du courtage pour leur employeur, mais, comme ils l'indiquent dans les entretiens, leurs « patrons » sont aussi leurs clients avec qui ils s'engagent, dans une relation de confiance réciproque qu'ils ont tout intérêt à voir perdurer. Quant à la matière première, elle est très sensible. De par ce qu'elle est et véhicule, les opérateurs ont une responsabilité quant au devenir de cette matière et les conséquences de son utilisation dont ils doivent bien avoir conscience. La qualité d'agent rationnel suffit-elle à ces opérateurs ?

#### **d) La rationalité**

La rationalité est le second postulat sur lequel s'appuient les modélisations proposées par les théories des marchés financiers. Elle trouve son origine dans la théorie néoclassique qui, pour lui donner une portée opératoire, fait en sorte qu'elle soit calculable. On peut se reporter aux travaux de Kast (1991) sur les comportements rationnels sur les marchés financiers. On remarque que les théories des marchés financiers se fondent largement sur la notion de rationalité instrumentale. Cette dernière peut être définie à partir des recherches de Von Neumann et Morgenstern (1947) comme une rationalité calculatrice par laquelle le choix rationnel d'un portefeuille d'actifs résulte d'un problème de maximisation d'une espérance d'utilité fonction des taux de rentabilité futurs. Elle conduit directement aux travaux de Markowitz (1952) : l'agent qui évolue dans un marché incertain va tenter de réduire cette incertitude, car il va s'agir pour lui de maximiser ses investissements en fonction d'un certain risque acceptable. Cette fonction d'utilité dépendra aussi de son niveau d'aversion au risque ; Alexandre (2003) donne trois niveaux : risquophile, neutre, risquophobe et précise qu'en finance, c'est le troisième niveau qui prévaut. La représentation des agents qui domine dans les théories des marchés financiers, est celle d'un parfait *homo oeconomicus*, ce qui est loin d'être neutre au point de vue opérationnel. On imagine donc, dans la pratique, des investisseurs informés – notamment grâce à leurs intermédiaires – et agissant sur le long terme, à partir d'une évaluation – considérée comme la plus juste – de la valeur de l'actif qui

sera à terme confirmée par le prix du marché. Tout serait alors – pour paraphraser le Candide de Voltaire – « au mieux dans le meilleur des mondes » et on pourrait oublier crise, krach et autres. Les investisseurs ne représentent pas un tout homogène et certains, qui ne veulent pas ou ne peuvent pas se permettre d'accéder à de l'information, pourront être qualifiés respectivement de spéculateurs ou de non informés. On a là une rationalité trop formalisée pour permettre des travaux de recherche suffisamment représentatifs de la situation des marchés financiers. Elle permet, certes, de simplifier pour permettre l'élaboration d'outils mais ceux-ci restent à portée locale et ne doivent pas se transformer en « diktats ». Concernant les investisseurs, les opérateurs financiers et les organisations où ils se trouvent, il conviendrait d'élargir ce concept de rationalité car ils jouent un rôle à différents niveaux au sein du marché. Tous y sont imbriqués. Ils le construisent et il les construit.

### **e) L'équilibre des marchés**

Le troisième postulat des théories du marché financier présente celui-ci comme à l'équilibre. C'est certes une hypothèse utile en finance pour poser le marché comme essentiel et apte à fournir des signaux en termes d'allocation des ressources. Comme le reconnaissent Jensen et Meckling (1994) :

*« L'idée que les marchés sont toujours à l'équilibre a des avantages importants. Elle concentre notre attention sur des phénomènes importants d'ajustement, sur les coûts d'information et de recherche et la manière dont ils influent sur les comportements, et sur les caractéristiques qualitatives des échanges qui se forment pour équilibrer les forces opposées. Si les marchés sont toujours en équilibre, le travail du scientifique est d'expliquer comment l'équilibre est obtenu ».*

Cette hypothèse conduit par exemple à la notion d'arbitrage<sup>23</sup> qui va tenter de s'opposer à toute autre éventualité et permettre de justifier que les marchés sont fiables quant à leur fonction, voire à leur fonctionnement. Les prix peuvent ainsi avoir une lecture fondamentale et le risque être contenu en partie. On peut aussi imaginer que dans un tel contexte, les crises et les krachs ne puissent pas être durables ; or, des situations de ce type peuvent perdurer dans la pratique et semblent difficilement explicables par le seul biais d'une arrivée d'informations nouvelles que des comportements appropriés des agents vont tendre à faire disparaître relativement facilement. Ceci sera d'ailleurs d'autant plus difficile que ces agents pourront avoir des intérêts très divergents car des profils variés ainsi que des aptitudes à intégrer l'information et des possibilités d'arbitrer limitées, sans compter la variable temps qui va

---

<sup>23</sup> L'arbitrage est une opération qui va consister, schématiquement, à l'obtention d'un profit quasi-certain sans réelle mise de fonds mais en profitant seulement d'un déséquilibre ponctuel du marché – ponctuel, en ce sens que les opérations d'arbitrage répétées vont tendre à le faire disparaître pour retrouver l'équilibre.

jouer fortement dans leur interprétation d'une situation évolutive et porteuse au fur et à mesure d'une situation nouvelle.

Les trois postulats précédents se tiennent les uns les autres comme le reconnaît Orléan (2002) :

*« Il est difficile de ne pas être impressionné par l'étendue et la puissance des arguments théoriques en faveur de l'efficacité des marchés. Quand les individus sont rationnels, les marchés sont efficaces par définition. Quand certains individus sont irrationnels, tous ou une grande partie de leurs échanges se déroulent entre eux de telle sorte qu'ils n'ont qu'une influence limitée sur les prix, même en l'absence d'échanges compensatoires de la part des investisseurs rationnels. Cependant, de tels échanges compensatoires existent bel et bien et agissent de façon à ramener les prix au plus près des valeurs fondamentales. La concurrence entre les arbitragistes pour l'obtention des meilleurs rendements assure que l'ajustement des prix aux valeurs fondamentales sera rapide. Finalement, dans la mesure où les investisseurs irrationnels traitent à des prix différents des valeurs fondamentales, ils ne peuvent se faire que du mal à eux-mêmes et provoquer leur propre perte. Non seulement la rationalité des investisseurs, mais aussi les forces de marché elles-mêmes conduisent à l'efficacité des marchés financiers ».*

Cependant, pris isolément ils posent un certain nombre de questions notamment en termes de mécanismes financiers. Ils conduisent ensemble à un discours solide et attractif par les outils qu'ils produisent mais la pratique apparaît plus complexe pour se laisser enfermer dans ce cadre. Des approches théoriques variées ont bien tenté d'intégrer au moins en partie une réflexion élargie.

À quoi conduisent-elles ? Et surtout où et comment peut se situer le *brokerage* par rapport à tout ceci ?

### **2.1.1.2. Asymétrie de l'information et Microstructure des marchés**

Plus récemment, deux courants permettent en finance d'éclairer l'intermédiation de type *brokerage*, tout en se complétant sur certains points. Il s'agit de l'asymétrie de l'information et de l'approche par la microstructure des marchés, qui mettent en évidence pourquoi des intermédiaires peuvent se développer sur les marchés et avec quelle utilité.

Pour l'asymétrie de l'information, les opérateurs de marché n'ont pas la même information et, *a priori*, ceux qui bénéficient d'un avantage d'information pourront éventuellement orienter les marchés dans le sens désiré. L'hypothèse, selon laquelle l'information est libre, gratuite et disponible pour tous instantanément, est donc potentiellement mise à mal et permet l'émergence de théories qui posent l'asymétrie informationnelle comme un état de fait. Comme souligné par Grossman et Stiglitz (1980), l'asymétrie de l'information n'est certes qu'une face de l'imperfection de l'information, mais elle a des conséquences importantes sur

le « bon » fonctionnement des marchés au sens des théories classiques. Leurs études introduisent ce qui est connu sous le nom du « paradoxe de Grossman et Stiglitz » qui montre que si un marché est efficient du point de vue de l'information, autrement dit toute l'information pertinente est contenue dans les prix de marché, alors aucun agent n'est incité à acquérir de l'information sur laquelle sont fondés les prix. Pour démontrer ceci, Grossman et Stiglitz sont partis des agents qui ne sont plus limités à la seule information fondamentale et du prix efficient qui constitue aussi une source d'information. Si la première a un coût, l'information par le prix est effectivement gratuite au sens de l'efficience et il devient alors rationnel si l'on reste dans les postulats de se contenter d'observer les dits prix, ce qui conduit à une impasse informationnelle car, dans ce cas, personne n'est plus incité à payer de l'information. Cette attitude se généralisant, on se retrouve à l'extrême dans un marché où prix et information ne veulent plus rien dire. Donc, s'il existe des non informés par renversement, ils auront intérêt à payer pour devenir informés. Ceci souligne qu'un équilibre efficient informationnel ne peut pas exister et peut justifier la position du *brokerage* qui va utiliser la situation où les marchés présentent une asymétrie informationnelle pour provoquer un avantage informationnel utile pour capter, voire fidéliser, les clients investisseurs tout en espérant créer de la valeur pour ces derniers.

Il reste cependant un risque majeur qui est que l'information donnée aux investisseurs soit dévoilée par les transactions de la société de *brokerage* sur le marché et conduisent à une trop rapide intégration par les prix. Dans ce cas, il y aurait une perte trop véloce de l'avantage informationnel. Il est alors nécessaire que les opérateurs tiennent un certain comportement stratégique tel que montré dans les modèles de microstructure comme on le verra plus loin. On peut aussi ici faire référence aux travaux de Kyle (1985) soulignant que l'investisseur va chercher à maximiser son profit en déterminant la taille des ordres passés, – et on ajoutera dans le cas nous intéressant ici : le mode de traitement dans le temps –, suite à l'information reçue, pour passer inaperçu face au autres intervenants. C'est là aussi le rôle du *brokerage* : aider son client à trouver la meilleure stratégie d'achat ou de vente possible, sachant que les opérateurs ont une bonne vision de la profondeur du marché grâce aux carnets d'ordre, mais aussi par la connaissance du comportement de l'ensemble des clients avec qui ils partagent l'information en équité.

Cette prise en compte de comportements stratégiques, en situation d'asymétrie informationnelle, se rapproche donc plus de la pratique des marchés et contribue bien à expliquer le positionnement du *brokerage*, mais on constate aussi qu'elle rajoute à la

complexité, ceci d'autant plus que les comportements stratégiques à prendre en compte par les opérateurs peuvent ne pas se limiter au passage et au traitement des ordres.

Pour la microstructure des marchés, les intermédiaires, soit en achetant des produits financiers pour les revendre ensuite, soit en aidant à la rencontre des acheteurs avec les vendeurs, vont favoriser les échanges et par là même, le flux entre épargne et investissement. Ils sont perçus comme des marchands ou des courtiers (Hackett, 1992). Cependant, dans le premier cas, ils vont faire des profits marchands en réalisant si possible une plus-value lors du transfert et dans le deuxième cas, ils vont appliquer un courtage en paiement de leurs services. On peut alors se demander s'ils agissent un peu comme des passagers clandestins sur les marchés de capitaux ou s'ils contribuent efficacement à la fluidité des échanges qui s'y forment.

Depuis une quarantaine d'années, l'économie financière (Bagehot, 1971) et la recherche en microstructure des marchés se sont attachées à analyser le rôle de l'intermédiation financière, sujet devenu central en finance (Bhattacharya *et al.*, 1993). Dans ce cadre, les intermédiaires financiers sont considérés comme totalement imbriqués avec les marchés qu'ils contribuent à façonner. Ils en facilitent les fonctions communes qui sont (Merton, 1995) : d'une part, le service de liquidité, la gestion des paiements et la collecte de l'épargne pour financer l'investissement, et, d'autre part, le transfert des ressources économiques en prenant en compte les facteurs espace-temps, la gestion du risque, la production de l'information centrale aux prises de décision et la limitation des asymétries d'information.

Certaines de ces fonctions semblent communes à tous les types d'intermédiation ; ainsi, Spulber (1999) sur les activités financières comme non financières, retient aussi les fonctions de fixation des prix, de liquidité, de facilitateur des échanges et de réduction des asymétries informationnelles. Il rejoint bien dans les points prioritaires d'étude pour la microstructure des marchés à savoir : transparence, liquidité, découverte des prix, consolidation du flux d'ordre, coûts de transaction, efficience et volatilité (Muniesa, 2003). Cette discipline reste relativement récente, avec les articles fondateurs de Bahegot (1971) et surtout Garman (1976), mais une émergence comme champ à part entière dans les années 1980 seulement. Bien que les chercheurs de ce champ affichent une volonté d'empirie et de relation aux marchés pour « fournir une alternative aux modèles walrasiens de négociation marchande sans friction » (Mandhavan, 2000), ils demeurent dans une démarche normative (O'Hara, 1995).

Les deux courants cités reconnaissent la place de l'intermédiation de type *brokerage* mais

restent sur une approche très macro de l'ensemble, voire artificielle puisque les acteurs du système sont vus comme ayant une utilité mais rien ne montre en quoi ils contribuent à la construction du marché et des organisations qui l'animent. Nous constatons que peu de place est accordée aux stratégies d'acteurs qui sont pourtant dans la pratique à la base du fonctionnement des sociétés de *brokerage* qui nous intéresse ici. Pour trouver des résultats de recherche en finance allant dans ce sens, il convient de se tourner vers des courants plus hétérodoxes.

### **2.1.1.3. Finance comportementale et autres courants hétérodoxes en finance**

Actuellement en finance, la finance comportementale, voire l'approche par les conventions, semblent intégrer le comportement des acteurs des marchés financiers en dévoilant notamment comment leurs comportements peuvent parasiter les modèles.

Ainsi, la finance comportementale est un courant de recherche qui remet en cause le versant informationnel de l'efficience des marchés, depuis les années 1990. Dans ses travaux, Schleifer (2000) souligne les hypothèses complémentaires pour ce qui est de l'appréhension et de la diffusion de l'information sur les marchés financiers.

- L'hypothèse 1 retenue consiste à reconnaître que certains investisseurs ne sont pas pleinement rationnels car soumis à leurs émotions et à des croyances tenaces. Ils sont regroupés sous le vocable anglais de *noise traders*<sup>24</sup> au sens de Black (1986) c'est-à-dire des investisseurs qui agissent sur la base de bruits et non d'informations mais aussi qui peuvent appliquer des règles du type défini par Shiller (2000) comme *popular models* – donc des règles non justifiées empiriquement au regard de la théorie classique, par exemple l'analyse technique ou chartiste\*.
- L'hypothèse 2 est que l'arbitrage – sur lequel nous ne reviendrons pas, mais qui, rappelons-le, a vocation à neutraliser les attitudes non rationnelles pour les tenants de l'efficience –, est une activité à risque et qui rencontre là sa propre limite : étant par nature risquophobes, la plupart des investisseurs peuvent préférer suivre les mouvements de marché – c'est-à-dire un comportement moutonnier – dans l'espoir d'éviter le dit risque d'arbitrage. Ils auront même parfois conscience de l'absurdité de la situation.

Ainsi, avant l'éclatement de la bulle internet, certains clients à qui il était conseillé de

---

<sup>24</sup> Ce qui conduit aussi à assimiler la finance dite comportementale à la *Noise trader approach* (NTA).

vendre certains titres pour « nettoyer » un portefeuille intégrant toutes les dernières introductions du secteur technologique, rétorquèrent qu'ils étaient incapables de comprendre véritablement un tel secteur pour s'approcher d'une valorisation fondamentale (Hypothèse 1). Dans ce cas, plutôt que de sélectionner leurs placements, ils prenaient et conservaient tout comme leurs semblables (Hypothèse 2) et surfaient sur la vague. Il faut aussi ajouter à ceux-là, les investisseurs qui auraient bien suivi le conseil mais qui, ayant des contraintes quantitatives et/ou indicielles, durent continuer à sélectionner et conserver des titres déconnectés d'une approche fondamentale. Un semestre plus tard, le mouvement porteur du marché était retombé et avait, au passage, anéanti bien des placements.

Ces deux hypothèses réduisent considérablement la capacité des marchés d'actions à refléter les valeurs fondamentales et alimentent les contestations sur l'efficacité. Elles apportent une grille de lecture pour certaines situations difficiles – comme les bulles – mais elles ne rejettent pas pour autant une certaine forme de rationalité ce qui conduit Aktas (2004) à considérer que « la plupart des chercheurs qui ont rallié ce courant sont [...] des *middle-of-the-roads* ».

Ils ont néanmoins le mérite pour nous d'ouvrir une autre dimension aux activités de *brokerage* consistant pour ces dernières à vouloir tenter de faire pencher la balance du traitement de l'information vers plus de raison que de pulsions ou de croyances et de prise en compte des phénomènes de mimétisme peut-être dans l'espoir de les réduire.

Parmi les courants hétérodoxes qui se sont développés en rupture avec le modèle de base qui maintient un paradigme fondé, notamment, sur la rationalité et le comportement optimisateur des agents, on en trouve un relativement bien développé en France. Il s'agit de l'approche conventionnaliste en Finance et plus particulièrement des recherches développées en France par Orléan. Nous pouvons nous y attarder car il peut aussi donner un éclairage renouvelé sur le *brokerage* en prônant des emprunts non négligeables à d'autres champs disciplinaires. Orléan déclare par exemple (2005), au sujet de l'étude des pratiques sur les marchés financiers, que cela impose un notable élargissement de l'économie théorique, pour lequel (il) milite depuis longtemps, et qu'(il) nomme « tournant cognitif » (2002), voire approche « uni disciplinaire » (2005). Il insiste sur la collaboration entre sciences sociales. Cette idée est conforme à ce qui se passe sur les marchés boursiers car ces derniers sont en grande partie des structures cognitives qui produisent des conjonctures sur l'avenir de l'économie et des entreprises.

En finance, la question centrale théorique pour tenter de comprendre le *brokerage* est liée à l'efficience informationnelle discutée dans le cadre de l'asymétrie, controversée dans ses vérifications empiriques et finalement remise en cause avec la finance comportementale qui prend en compte des aspects psychologiques et collectifs. Tout contribue à mettre en exergue une pratique fort complexe des marchés financiers.

L'approche conventionnaliste va plus loin en définissant une convention financière comme une manière partagée d'interpréter l'évolution économique future.

Cette convention fonde le fonctionnement du marché et le comportement des acteurs sur trois notions (Tadjeddine, 2005) :

- la notion de représentation sociale qui « caractérise, à un instant donné, l'adhésion d'un groupe à une certaine causalité » sans pour autant impliquer véracité et objectivité ;
- les logiques de formation des prix qui sont au nombre de deux essentiellement sur les marchés financiers : celle « fondamentaliste (expliquant l'approche fondamentale déjà vue antérieurement) où l'agent croit à une formation objectivée des prix, alors même que son évaluation individuelle repose sur des conventions » et celle qui « s'appuie sur une formation auto-référentielle du prix (par laquelle) l'agent croit que le prix s'établit en fonction des croyances des investisseurs. Il cherchera donc ce qui fonde cette opinion, sans se préoccuper de la valeur de l'entreprise » ;
- la notion de liquidité qui assure la cohérence de l'ensemble en garantissant une flexibilité quant à l'orientation des choix.

Cette approche par les concepts qui l'animent est porteuse pour le *brokerage*, dans la mesure où elle permet de comprendre que le rôle du marché financier n'est peut-être pas limité à coter des événements définis *ex-ante* mais plutôt à construire des scénarii potentiels vérifiables *ex-post*. Cependant, elle ne propose pas d'outils pour faire ceci ; il apparaît qu'elle ne peut pas totalement ignorer les fondamentaux car même s'il s'agit d'une construction, d'une croyance partagée, propose-t-elle pour autant une autre croyance plus apte à fournir une *guide line* aux intermédiaires financiers?

Comme l'écrit Rainelli-Le Montagné (2003) confrontant l'approche orthodoxe et celle d'Orléan :

*« On est face à deux systèmes fermés : l'un ne permet guère de poser les questions qui apparaissent régulièrement dans l'opinion publique quant au rôle que joue la sphère financière dans la société, l'autre le permet, mais seulement au prix du renoncement à une axiomatique qui fait la force de la théorie financière moderne ».*

Les théories orthodoxes des marchés financiers ont vocation à donner un cadre lisible, mais si les postulats, sur lesquels elles reposent, ont pu être discutés voire remis en cause par certains courants de la recherche en finance, ils restent forts. Les courants plus hétérodoxes mais plus descriptifs soulèvent bien les limites de ces postulats s'ils sont pris dans un sens strict et sont confondus à la pratique.

Le *brokerage*, en tant que partie prenante du marché, se trouve donc en porte-à-faux entre ces deux tendances, il ne peut pas renier totalement une grille de lecture théorique qui peut lui apporter des outils simples et parfois utiles ; il doit cependant tenir compte des limites nombreuses de ces outils et les aléas de son activité lui rappellent quotidiennement que tout est loin d'être écrit.

Quelles perspectives prennent en compte, à la fois son imbrication dans le système financier voire économique, tout en le considérant comme une organisation de construit humain ? Le cas du *brokerage*, en tant qu'organisation productrice d'information – ou plutôt d'interprétation – n'est pas traité, à notre connaissance, dans la recherche en finance en tant que telle. Cependant, il est possible de faire une analogie avec la littérature sur les analystes financiers et la place qui leur est accordée dans les modèles théoriques<sup>25</sup>. Si on reprend les théories financières dites modernes, on peut se dire que la place accordée au *brokerage* est quasiment nulle, car il n'a pas lieu d'être dans le cadre d'une efficacité parfaite des marchés.

Cependant, à la question de savoir si la crise actuelle, que connaissent les marchés financiers et les métiers et activités liés, serait le signe de marchés efficaces au point de rendre l'intermédiation comme inutile voire parasitaire, la réponse est loin d'être facile. Les approches financières plus récentes qui nous éloignent du modèle classique semblent indiquer que le *brokerage* pourrait avoir une tâche à effectuer. La diversité et l'asymétrie de l'information conduit à des niveaux d'informations différentes pour les investisseurs. L'acquisition d'informations avant les décisions d'investissement se justifie au moins pour

---

<sup>25</sup> On notera ici les travaux de Dreman et Berry (1995), contredits par Keane et Runkle (1998), et l'article de Van Loye et Fontowicz (2004) qui nous donne une synthèse. L'approche sociologique de Zuckerman (2000) est aussi intéressante.

prendre en compte les différences d'anticipation et de perception sur le marché. C'est là que peut se situer la véritable valeur ajoutée du *brokerage*, sa capacité à se positionner sur la traque et le traitement de l'information. Il est censé, pour cela, considérer que tout n'est pas information, car, comme le déclare Black (1986), le « bruit » s'oppose à l'information : « Le bruit est ce qui rend nos observations imparfaites ». On introduit donc ici une notion de qualité de l'information échangée par les sociétés de *brokerage* avec ses clients, qualité qui permettrait une amélioration de la performance du client (et justifier au passage le coût d'acquisition) mais aussi crédibiliser la position du *brokerage* sur le long terme. Pour ce faire, il intégrerait l'information de son centre de « recherche », mais ce n'est pas suffisant car, à l'heure actuelle, le client est tout à fait capable d'en faire autant. Il devrait surtout la confronter à l'ensemble des informations directes ou indirectes environnantes et faire vivre des possibles. Il convient de souligner ici que par informations indirectes, on entend toutes celles que les opérateurs et analystes peuvent trouver en dehors du champ professionnel.

Pour conclure cette partie, force est de constater que, si la recherche en finance permet d'imaginer le positionnement, voire le rôle de l'activité de *brokerage* dans un système financier, il faut se tourner vers d'autres champs pour tenter de proposer une grille d'étude plus intrinsèque.

## **2.1.2. Une littérature en sociologie**

Aujourd'hui, un courant important s'est développé pour étudier de façon plus précise les comportements sur les marchés financiers. Il s'agit de travaux en sociologie de la finance (Adler et Adler, 1984 ; Abolafia, 1996 ; Knorr-Cetina et Prada, 2005 ; Knorr-Cetina, 2006), travaux dans lesquels le rôle des praticiens a été mis en avant comme étant celui de « faiseurs de marché » pour paraphraser Abolafia (1996). La sociologie de la finance se fonde sur une certaine approche de la sociologie des marchés que nous allons aborder au préalable.

### **2.1.2.1. Sociologie des marchés**

La sociologie des marchés représente un des champs les plus dynamiques en sociologie, notamment depuis les travaux emblématiques de Granovetter (1985) sur l'encastrement, aujourd'hui le sociologue le plus cité d'après-guerre (Fligstein et Dauter, 2007).

Une bonne synthèse des fondements de ce courant se trouve dans les travaux de Trigilia (2002). On y revoit les travaux des pères fondateurs de la sociologie économique qui se sont penchés sur le capitalisme, soit en tentant de comprendre ses origines (Simmel), son lien à

certaines civilisations (Weber) ou ses conséquences (Durkheim). Mais une figure se détache plus particulièrement, lorsqu'il s'agit de lier sociologie et marché, avec Polanyi.

Ce dernier s'oppose à l'idée d'un homme mû uniquement par des intérêts économiques car il le considère avant tout comme un être social. C'est ce type d'homme plus préoccupé au consensus social qu'à l'appât du gain, que l'on trouve dans les sociétés économiques primitives celles où la régulation passe par la réciprocité et la redistribution. Ce n'est qu'avec le cours de l'histoire, que l'économie va être de plus en plus régulée par les marchés. Son œuvre phare ***La grande transformation*** (1944) montre ainsi comment l'échange marchand a émergé et s'est imposé dans la société conduisant même au dépassement du capitalisme libéral par un marchandéisation à outrance porteuse de destruction. Selon Polanyi (1977) :

*« [...] atomiser la société et supposer que chaque atome individuel se comporterait selon les principes du rationalisme économique, dans un sens, placerait la totalité de l'existence humaine, avec toute sa profondeur et richesse, dans le cadre de référence du marché. Ceci, bien sûr, ne pourrait pas vraiment en être ainsi – les individus ont des personnalités et la société a une histoire –. La personnalité résulte de l'expérience et de l'éducation ; l'action implique de la passion et du risque ; la vie exige la foi et la croyance ; l'histoire entremêle lutte et défaite, victoire et rédemption ».*

Les travaux de Polanyi préfigurent bien le courant de la sociologie des marchés dans lequel s'inscrit Granovetter (1985) qui ne pense pas que les marchés puissent fonctionner sans des médiations sociales sous-jacentes et assurer un système de régulation pour l'économie. Granovetter (1985, 1994) précise la notion d'*embeddedness* de Polanyi en soulignant à quel point les actions économiques sont encastrées « au sein de systèmes concrets et continus de relations sociales », de « réseaux permanents de relations personnelles ». L'encastrement s'oppose à une vision atomisée de la société et à son surplomb par l'économique. Il ne peut pas concevoir une sphère marchande autorégulée par les règles d'un marché tout-puissant, sorte de « dieu caché » (Braudel, 1985) car, selon lui, les échanges s'inscrivent toujours dans des relations sociales.

La sociologie des marchés va s'attacher à cerner le cœur de l'économie pour comprendre comment s'y développe le travail social en prenant en compte l'ensemble du système c'est-à-dire les institutions, les organisations et les individus eux-mêmes. Divers types de relations sur les marchés sont ainsi étudiées.

Nous pouvons reprendre la typologie de Fourcade-Gourinchas (2007) qui introduit trois sortes d'approches en sociologie des marchés : celle par les réseaux, celle institutionnelle, celle par la performativité. Nous verrons chacune d'entre elles plus en détails en corrélation avec les éléments qui ont émergés du travail empirique.

### **a) L'approche par les réseaux sociaux**

Elle a été lancée par Granovetter en 1974 qui l'a reprise en 2005 même s'il se défend d'être un homme de réseaux (1990). White (1981, 2002) y contribue aussi même si ce sont les travaux de Burt (1992, 2005) qui restent incontournables. Cette approche se pose plus comme une méthode d'analyse pour identifier des structures et des positionnements sociaux dans un système réticulaire. Elle permet par exemple de faire ressortir les jeux de pouvoir, la relation à l'information, l'entraide ou au contraire les barrières.

### **b) L'approche néo-institutionnelle**

Elle se fonde sur les travaux de Meyer et Rowan (1977), de Scott et Meyer (1983), de Di Maggio et Powell (1983), puis Powell et Di Maggio (1991) complétés par ceux de Dobbin (1994) et Fligstein (1990, 2001). Elle offre une grille de lecture pour comprendre comment le processus de transformation institutionnel se met en place et opère. Elle s'appuie notamment sur la notion de légitimité et le phénomène d'isomorphisme qui va tendre à homogénéiser les institutions et leurs pratiques même si les acteurs en jeu sont multiples et porteurs d'intérêts divers (Lawrence et Suddaby, 2006).

### **c) L'approche par la performativité**

Elle puise dans les travaux de Callon (1998) et sa théorie de l'acteur réseau (*the actor network approach*) reprise par Callon et Muniesa (2005), MacKenzie et Millo (2003), MacKenzie (2005, 2006). Elle élargit l'encastrement des individus à celui des artefacts techniques et des idées et insiste sur les particularités de certains marchés qui, comme le financier, peuvent tendre à devenir *via* le discours un « mythe mobilisateur » (Hatchuel, 1995).

Ces trois approches considèrent le marché comme une scène où divers acteurs institutionnels, organisationnels ou individuels, interagissent ce qui les impacte ainsi que le marché lui-même. Ces approches sont donc particulièrement intéressantes pour souligner à quel point le marché est un construit social dans lequel l'organisation de type *brokerage* et les opérateurs et autres praticiens qu'elle emploie, jouent un rôle significatif dans le système pris dans son ensemble. Ils sont encadrés au sens de Granovetter (1985) pour qui : « l'on ne peut analyser le comportement et les institutions, sans prendre en compte les relations sociales courantes qui exercent sur eux de très fortes contraintes », mais sur lesquelles ils vont aussi avoir un impact en retour, puisqu'il insiste sur « la nécessité d'une analyse des influences de la structure sociale sur les comportements de marché ». Ce positionnement permet d'éviter les

extrêmes théoriques impliquant une « sous ou sur socialisation ». La pratique des activités de *brokerage* est donc située dans un contexte spécifique mouvant – celui des marchés financiers – et elle répond à des représentations collectives comme individuelles qui peuvent aussi évoluer, le tout s’impactant mutuellement.

Les travaux issus de l’approche par les réseaux sociaux sont très significatifs dans le cas du *brokerage*. Il s’agit plus particulièrement de ceux de Burt qui cherche à décrire comment « la structure sociale d’un système [*arena*] concurrentiel suscite, pour certains joueurs [*player*], l’opportunité de jouer sur la nature des relations dans lesquels ils sont pris ». En 1992, il construit un outil d’analyse sociologique basée sur les trous structuraux et l’autonomie structurale qu’il complète en 2005 avec *Brokerage and Closure*, où il montre comment les réseaux complets (ou professionnels) s’articulent en se complétant avec les réseaux personnels. Il y souligne alors l’importance de notions comme la confiance et la réputation que nous retrouverons à travers les entretiens menés avec les acteurs de l’intermédiation financière de type *brokerage*.

Des liens forts existent aussi entre les travaux issus de l’approche néo-institutionnelle en particulier avec la notion d’isomorphisme qui signifie sur les marchés financiers une similarité de formes sociales tenues par des dimensions enchevêtrées qui sont dites coercitive, mimétique et normative. Ces dimensions recouvrent chacune des pratiques quotidiennes de l’activité de *brokerage* comme nous le verrons plus en détail dans les émergences de notre matériau empirique. Elles ne sont tenables que par la poursuite d’une certaine légitimité partagée et reconnue, notion là encore récurrente dans les entretiens effectués.

Concernant l’approche performative, elle permet de souligner plus particulièrement le rôle des outils dans les activités de marchés, ce qui, avec les nouvelles technologies, est très prégnant et éclaire certaines évolutions récentes ou en cours des pratiques du *brokerage*. Elle soulève aussi la question des échanges par le verbe et de l’engagement par la parole dans les activités financières. C’est d’ailleurs, dans cette dernière approche, que s’inscrivent de nombreux travaux d’un courant sociologique en fort développement ces dernières années : la sociologie de la finance. « La performativité émerge comme un thème central des études sociales de la finance – même si la signification précise et l’importance de la performativité sont discutées » (De Goede, 2005).

La sociologie des marchés est donc un vaste champ qui tente de comprendre comment le social peut structurer les marchés quels qu’ils soient. Les perspectives qui y sont prises sont

variées mais une d'entre elles émerge et nous intéresse plus particulièrement, puisqu'elle s'attache à l'étude spécifique des marchés financiers, à leur place croissante dans nos sociétés modernes et aux acteurs qui y sont impliqués.

### **2.1.2.2. La sociologie de la finance**

Depuis une trentaine d'années, l'économie mondiale a connu un fort processus de financiarisation qui a intéressé un courant de recherches sociologiques très dynamique. Ce dernier s'est d'abord développé aux États-Unis dans les années 1980 avec des approches centrées sur les structures sociales et culturelles des activités de marché financier comme celles de Smith (1981), Baker (1984) ou Abolafia (1996). Il a été repris en Europe à partir des années 1990 autour de sociologues plutôt issus de l'étude sociologique des sciences et de la technologie comme Knorr-Cetina et MacKenzie.

On peut considérer cependant, avec ces chercheurs, qu'il existe pour ce courant un illustre prédécesseur, avec Max Weber et son ouvrage de 1896 *Die Börse*, écrit alors que la Bourse représentait dans les années 1890 le symbole du capitalisme triomphant en Allemagne. Il tente de montrer que l'échange en bourse facilite la croissance marchande mais détruit des valeurs existantes dans la structure profonde de la société. Il souligne aussi la nécessité de séparer la façon de conduire les affaires économiques des intérêts économiques.

La sociologie de la finance s'est formée sur le constat que le monde de la finance contemporaine devait dépasser la seule approche économique qui ne permettait pas d'en saisir toute la richesse et la complexité.

Une approche renouvelée par la sociologie mais avec une ouverture pluridisciplinaire fut alors ressentie comme judicieuse par les chercheurs de ce courant désireux d'aborder les diverses facettes des phénomènes liés à la finance au sens large – c'est-à-dire aussi bien celle du financement des entreprises, que de l'industrie bancaire ou des activités des marchés financiers. On y trouve aujourd'hui, entre autres, des chercheurs issus de la sociologie des marchés mais aussi de la sociologie des sciences technologiques, des sciences politiques, de l'économie ou de la finance, mais souvent dans ses courants hétérodoxes. Elle se cristallise sur les dimensions sociales et culturelles de la finance mais avec un regard de plus en plus porté sur les dimensions économiques et techniques.

Ce courant a pris l'expression en anglais de « *Social Studies of Finance* » (SFF) et des associations regroupent dans différents pays les divers chercheurs qui se rattachent à cette mouvance. En Grande-Bretagne, par exemple, c'est autour des travaux du sociologue

McKenzie qu'on le retrouve mais avec orientation assez focalisée sur le lien finance et technologie comme affiché dès les premiers chapitres du livre intitulé *Material Market : How Economic Agents are Constructed ?* (MacKenzie, 2009) où est développée une approche des SSF directement inspirée de la *Social Studies of Science and Technology* (STS) privilégiant une approche par la théorie de l'acteur-réseau et la performativité dans la lignée de Callon et Latour mettant sur le même plan humains mais aussi outils, équipements, modèles.

En France, c'est un courant très actif qui est surtout l'œuvre de jeunes chercheurs issus d'horizons variés et qui ont fondé en 2000, l'Association d'Etudes Sociales de la Finance (SSFA-AESF) qui, comme l'affiche dès l'ouverture son site ([ssfa.free.fr](http://ssfa.free.fr)), a pour « objet la promotion d'études scientifiques interdisciplinaires sur le monde de la finance ». La branche française se refuse à réduire la SSF à la STS comme déclaré par Godechot au printemps 2010 lors de la conférence parisienne intitulée « *Reembedding Finance* ».

Comme chez sa grande sœur la sociologie des marchés, les chercheurs du courant SSF soulignent l'encastrement des marchés financiers et de leurs activités dans la société. Cependant, ils se focalisent plus sur la dimension financière et sur les acteurs financiers qui interagissent non seulement entre eux mais aussi avec le système dans son ensemble impliquant, par exemple, de nouvelles pratiques, normes, institutions (Baker, 1984). Ils vont jusqu'à souligner comment ces acteurs contribuent à fabriquer le marché – ou « *Making Market* » selon le titre d'un des ouvrages fondateurs de Abolafia (1996). Outre les travaux de Baker et Abolafia, ceux de Smith (1981) portant sur ce qu'il appelle la « Philosophie » des marchés et le recueil de contributions variées d'Adler et Adler (1984), forment le socle fondateur du courant SSF. Il s'est depuis fortement enrichi par des travaux plus focalisés sur ce qui devient une discipline à part entière comme le soulignent Knorr Cetina et Preda (2005) dans l'introduction de l'ouvrage collectif « *The Sociology of Financial Markets* » qu'ils ont dirigé et où l'on retrouve la plupart des principaux contributeurs actuels tous pays et champs disciplinaires confondus (Beunza, De Bondt, Hassoun, MacKenzie...).

Ces chercheurs reconnaissent la place prépondérante des marchés financiers comme mécanique de financement de l'économie dite « réelle » mais ils vont plus loin en soulignant aussi l'impact des marchés dans la vie que l'on pourrait aussi qualifier de « réelle » pour paraphraser, c'est-à-dire en prenant en compte de l'impact de la finance sur la sphère politique, sociale, voire culturelle. Ils se sont donc focalisés sur les spécificités des marchés financiers alors que les sociologues des marchés se sont intéressés aux marchés en général (White, 1981 ; Granovetter, 1985 ; Burt, 1992 ; Fligstein, 2001 ; Podolny, 2001), donc à

l'économie et à son système de production plus que la finance en elle-même. Pour les sociologues de la finance, les études peuvent avoir des approches très diverses, mais elles partagent toutes un regard interne aux marchés financiers et à leur gouvernance ainsi qu'à leur influence sur d'autres domaines constitutifs de la plupart de nos sociétés modernes. Ils exercent donc une entrée en finance comme on plongerait dans un monde singulier et ce faisant rompent avec les limites simples données par l'économie et par la discipline académique qui se nomme aussi finance mais qui ne représente pas ce monde financier.

Cette volonté est clairement exprimée dans le manifeste de l'association française, manifeste intitulé « Parlons finance ! ». Les co-signataires (Godechot *et al.*, 2000) y déclarent :

*« [...] la finance contemporaine est un espace social complexe, au sein duquel sont fréquemment réunis des objets aussi divers que des marchés et des produits, des entreprises, des banques, ou des fonds de pension, mais également des formalismes mathématiques, des systèmes informatiques, des formes de normativité, des codes sociaux et des langages, le tout imbriqué dans d'innombrables controverses tant techniques qu'idéologiques dépassant largement le strict cadre financier ».*

Ils justifient ainsi que la sociologie de la finance ne puisse pas se réduire à celle des marchés et nécessite de traiter une pluralité de sujets pour combiner plutôt que décroiser les points de vue dans une approche qui se veut « pragmatique ». Cette approche implique d'y intégrer les jeux d'acteurs au sens large mais aussi tout ce qui peut contribuer à fabriquer le système – théories, outils, langages...

Ce courant est donc particulièrement intéressant pour notre étude car il dépasse la seule approche des marchés pour s'attacher aussi au rôle des praticiens de la finance et à la compréhension des pratiques financières. Il cherche à identifier et à décrire les intrications de ces pratiques concernant les organisations de type *brokerage*. Pour mener à bien cette tâche, il s'appuie sur des paradigmes très variés, mais part toujours de niveaux très ancrés dans le terrain de recherche avec une méthodologie anthropologique voire ethnologique comme l'illustrent bien les travaux de Hassoun sur la crie du MATIF (2000, 2005) ou encore certaines thèses développées plus récemment dans la mouvance de ce courant (Ortiz, 2008). Il s'agit pour eux, comme repris dans le manifeste de l'AESF, 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 ». Ils revendiquent pour cela le fait « d'être dans le terrain », avec s'il le faut une recherche participante, car le chercheur y est intégré par son activité professionnelle (Lenglet, 2008) ou par une mise en situation dans les pratiques – *via* un stage en salle de marché par exemple (Godechot, 2001 ; Ortiz, 2008).

Ce dernier point est digne d'intérêt, tout en conservant la conscience des pièges et influences que risquait d'induire un tel positionnement. Une issue consiste à considérer les travaux de ce courant comme porteurs d'ouverture et d'enrichissement mais en veillant à bien les inscrire non pas en socio anthropologie mais dans une approche en management stratégique pour comprendre l'organisation de type *brokerage*.

Nous pouvons donc considérer, à ce point, que la littérature académique, qui traite le plus richement du *brokerage* financier, est la sociologie de la finance. Cette dernière n'hésite pas à emprunter à d'autres disciplines – ce qu'elle revendique d'ailleurs fortement –, pour montrer, de la façon la plus large possible, le rôle des acteurs dans les activités financières et leur ordre social.

Comme on l'a vu précédemment, elle est rejointe en cela par des économistes et des financiers, quelquefois considérés comme hétérodoxes, qui tentent d'intégrer à leurs modèles des facteurs cognitifs voire psychologiques – comme finance comportementale – ou par une finance plus classique – comme la microstructure des marchés – qui n'hésite pas à traiter des relations marchandes sur les marchés financiers avec une approche similaire à la sociologie.

**Notre position dans cette étude consiste à prendre en compte ces diverses approches, pour éclairer l'agir stratégique dans le *brokerage* qui nous intéresse ici, mais tout en restant bien ancré dans une perspective de management stratégique.**

## **2.2. Formation de la stratégie et *brokerage* : l'agir stratégique**

Nous avons vu que le *brokerage* financier est une activité très insérée dans le système économique qui est aujourd'hui très prégnant dans nos sociétés. Cette activité est au centre de développements importants en microstructure des marchés où cette fonction d'intermédiation a été étudiée comme facilitatrice de transactions (Hackett, 1992) soulignant son utilité jusqu'à faire émerger une théorie de l'intermédiation financière (Benston et Smith, 1976 ; Cosimano, 1996). Le *brokerage* est considéré comme un passage pour assurer la qualité des informations de par l'expertise de ses acteurs et une réputation à maintenir (Biglaiser, 1993 ; Biglaiser et Friedman, 1994 ; Spulber, 1999). Il a été aussi souligné que cette activité est au centre de travaux en sociologie de la finance (Adler et Adler, 1984 ; Abolafia, 1996 ; Knorr-Cetina et Prada, 2005), travaux dans lesquels le rôle des praticiens intégrés dans les sociétés de *brokerage*, a été mis en avant comme étant celui de « faiseurs de marché », (Abolafia, 1996). Cependant, dans le cas de la première approche, l'organisation de type *brokerage* financier,

reste une boîte noire et seule sa fonction finale sous l'angle de contribution à l'efficacité des marchés, est retenue. Dans le deuxième cas, ce sont les individus qui passent avant l'organisation.

Le *brokerage* dans le secteur de la finance a été peu étudié en tant qu'activité et organisation ayant un développement propre et une action plus ou moins orientée. Le point de vue du management stratégique nous semble particulièrement pertinent pour éclairer ceci, d'autant plus que ces sociétés sont soumises à des transformations importantes avec pour conséquences, plus ou moins apparentes, des tensions internes, voire des dérapages dont l'actualité récente se fait de plus en plus l'écho. Elles semblent tenir une place centrale sur les marchés financiers et quelques-uns de leurs employés – les *traders* – sont montrés du doigt, voire considérés comme principaux responsables d'une crise qui touche l'ensemble de notre société. S'interroger sur ce qui est le moteur de ces sociétés pour comprendre comment s'y forme la stratégie relève bien de la responsabilité de notre discipline car, comme le souligne encore récemment Martinet (2010), les chercheurs en management stratégique et leur principal sujet d'étude, les entreprises – toutes les entreprises – sont en Société.

Notre étude consiste à identifier et à éclairer, à partir des pratiques des acteurs qui y sont impliqués et de leurs interactions avec leur environnement, la formation de la stratégie entendue comme donnant la part belle à l'agir stratégique – ou encore « *strategizing* »<sup>26</sup> (Whittington, 1996) – des sociétés de *brokerage*. Elle vise à comprendre ce qui est fondamental pour l'agir de ce type d'organisation et pour ses praticiens dans le système complexe des marchés financiers, plus particulièrement sur la place de Paris.

### **2.2.1. La formation de la stratégie**

Nous partons d'un constat issu du terrain pour construire notre question de recherche. Ce constat est plutôt une sorte d'intuition partagée par des praticiens du *brokerage* sur une crise larvée et diffuse de leurs activités quotidiennes. Or, en se tournant vers une littérature académique sur le *brokerage* en général et financier en particulier, peu d'éléments permettent d'éclairer la situation de façon globale, à savoir comprendre comment ces organisations existent et se développent dans un environnement complexe où tous les niveaux (micro, méso et macro) semblent être étroitement interconnectés. En d'autres termes, il nous a semblé

---

<sup>26</sup> Le terme anglais *strategizing* sera parfois conservé dans cette étude ou traduit par l'agir stratégique plutôt que « faire stratégique » (Golsorkhi *et al.*, 2006), ce qui donne une idée de flux dynamique au phénomène et d'actions plus ou moins conscientes. La notion de « fabrique de la stratégie » nous gêne car elle contient une dimension trop intentionnelle et organisée avec un côté boîte à outils.

intéressant de cerner comment ces organisations survivent, c'est-à-dire avec quel agir stratégique.

### **2.2.1.1. Construction de la question de recherche**

Dès l'origine, la perspective de la pratique a été au cœur de notre projet de recherche puisque, avec notre expérience, il nous apparaissait comme utile et enrichissant à une démarche scientifique d'intégrer l'expérience et les savoirs des praticiens concernés (Balogun *et al.*, 2003 ; Avenier, 2007).

Au cours des entretiens menés dès la phase abductive de la recherche<sup>27</sup>, un sentiment diffus de crise non pas en termes de résultats mais plutôt au niveau des « façons de faire » dans les organisations concernées, semblait être partagé par divers acteurs des marchés financiers. Différentes observations sont venues étayer ce sentiment. En effet, depuis 2000, un nombre croissant d'associations a été créé sur la Place de Paris pour repenser les différentes fonctions de l'activité de *brokerage*. Sur la même période, de nombreuses restructurations et fusions-acquisitions ont eu lieu dans le secteur. De plus, la plupart des sociétés de bourse devenues PSI (Prestataires en Services d'Investissement) ont développé des comités internes pour réfléchir à l'élaboration de nouveaux *business models*.

Ces observations nous ont conduit à nous interroger sur la formation de la stratégie dans cette activité :

- Étions-nous arrivés à la fin de l'histoire d'un certain métier ou d'un certain modèle ?
- Étions-nous face à une phase de changement crucial ?
- Comment ce changement a-t-il lieu ?
- Qu'est-ce qui permet d'appréhender et de rentrer dans le processus de formation de la stratégie des sociétés de *brokerage* financier ?

Cette première phase exploratoire a permis de faire émerger les éléments suivants qui aident à préciser le contexte général de la recherche :

Après une période relativement stable, aussi bien dans ses institutions que dans ses pratiques, le milieu boursier français a connu depuis environ vingt ans d'importantes

---

<sup>27</sup> Cf. le chapitre 3 sur les trois phases de la méthodologie mise en œuvre.

évolutions liées apparemment à des phénomènes de dérégulation, de globalisation comme au développement des NTIC.

Comme nous l'avons compris précédemment (cf. chapitre 1), l'activité de *brokerage* est historiquement centrale dans les activités boursières (Weber, trad. 2000). Elle consiste à fournir à des investisseurs des conseils sur des titres, pour recevoir en échange des ordres d'achat ou de vente de valeurs mobilières cotées. Les praticiens y sont reconnus en fonction de la qualité des informations données pour aider à la prise de décisions des investissements. Leurs rémunérations, comme celles de la société de *brokerage* les employant, s'effectuent par des commissions prélevées sur les ordres donnés. Il existe des fonctions phares dites de *front office* (vendeurs, *traders*, négociateurs...), qui, d'une façon générale, jouent le rôle fondamental de passeurs d'informations entre émetteurs et investisseurs (Godechot, 2001, 2007) et des fonctions supports de *middle* et *back-office*, dédiées au contrôle et à l'administration courante.

Les sociétés de *brokerage* occupant une position spécifique dans le système capitaliste, à l'heure où tant de questions se posent quant à la financiarisation de l'économie, il semble important de mieux comprendre ce type d'acteurs et leur agir stratégique. Elles semblent se situer à un carrefour, puisqu'elles se trouvent à la fois, comme le montre l'approche par la finance, sur le lieu où se forment les relais entre les marchés financiers et l'économie réelle, mais aussi, comme le souligne l'approche par la sociologie, sur le lieu où leurs opérateurs voient, pour reprendre Rouleau (1997) :

*« [...] les liens entre l'entreprise et l'extérieur [...] mis en acte. Ce sont, entre autres, les lieux de ceux et de celles dont les micro actes de traduction constituent la tâche principale (et qui) se cristallisent dans les positions organisationnelles intermédiaires pour former les relais de l'entreprise avec l'extérieur et principalement le marché ».*

Le *brokerage*, et ses opérateurs, agissent en quelque sorte en tant que traducteurs au sens de la sociologie de la traduction (Callon, 1986 ; Latour, 1987). Ce type d'organisation est donc, à l'instar des organisations pluralistes étudiées par Denis, Langley et Rouleau (2004), assez singulier en matière de développement de la stratégie. L'objectif y est clairement défini – gagner et faire gagner de l'argent en produisant et transmettant des flux d'information –, l'insertion dans un système très marquée, l'expertise et une certaine technicité aussi. Cependant, l'organigramme y est assez plat et un acteur ou un groupe d'acteurs peuvent s'y comporter comme une petite société en soi avec un fort degré d'autonomie et des objectifs similaires. Le *brokerage* semble n'exister que par rapport au marché et *vice-versa*.

### 2.2.1.2. Quel projet de recherche ?

Il s'agit ainsi de comprendre si nous sommes face à la fin de ces sociétés de type *brokerage* et de leur mode de création de valeur ou si au contraire, il existe un potentiel de renouvellement à l'agir stratégique. Le projet de recherche a été conçu de manière à concilier plusieurs objectifs.

L'objectif global est d'étudier certains phénomènes-clés dans le champ de la finance à travers le prisme du management stratégique, de façon à comprendre les évolutions et les changements qui ont eu lieu dans ce champ en nous centrant sur des organisations qui sont au cœur même du système capitaliste moderne : les organisations de *brokerage*. Celles-ci sont fortement insérées dans le système économico-financier dominant et institutionnalisé. Elles sont aussi animées par des individus mus par un objectif certes commun mais avec une certaine autonomie stratégique.

Notre approche tente de comprendre comment s'effectue la formation de la stratégie et l'agir stratégique dans un tel univers, avec de telles organisations et pratiques d'acteurs. Il s'agit, pour reprendre Huault (2004), « de relativiser l'idée de transactions marchandes qui s'exerceraient sans pressions, ni arrangements institutionnels pour affirmer (sans le donner comme absolu) le caractère socialement construit des relations économiques et de gestion ».

Aborder ce terrain sous l'angle du management stratégique, nous conduit à étudier les organisations d'intermédiation financière sur la Bourse française en combinant des perspectives économique et sociologique, des approches relevant du holisme et de l'individualisme méthodologique, en bref, à nous inscrire dans des « oscillations stratégiques » (Weick, 1995 ; Laroche et Nioche, 1998). Il s'agit, pour reprendre Rouleau et Mounoud (1998), de « réconcilier la manière d'envisager la formation des stratégies en tenant compte autant du point de vue de la stratégie d'entreprise que du point de vue des stratégies d'acteurs » dans une approche rénovée de la stratégie telle qu'envisagée par Martinet (1988), soucieuse de sa dimension praxéologique.

Le second objectif est de se centrer plus particulièrement sur l'agir stratégique dans les activités de *brokerage* dans un contexte précis, celui d'Euronext France, ceci afin de bien comprendre les microphénomènes dans leur contexte social et dans leur co-construction avec des macro phénomènes. Donc, cette recherche s'efforce de combiner une étude fine des activités à leur niveau micro en les replaçant constamment dans le contexte institutionnel dans lequel elles sont encastrées (Whittington, 2004). La stratégie est vue comme un flux

d'activités en situation, en considérant que les organisations sont en société et pas seulement en marché (Martinet, 1984), et que la stratégie s'accomplit socialement avec des impacts internes et externes à l'organisation, sur les individus comme sur le contexte. Il s'agit ainsi de prendre en compte les liens entre les niveaux macro et micro, en recontextualisant constamment micro et macro actions (Whittington, 2006) et en considérant que l'action stratégique prend corps dans un contexte social, économique et politique qui la modèle et qu'elle contribue aussi à modeler – autrement dit, qu'il y a co-adaptation récursive entre le micro et le macro (Jarzabkowski et Wilson, 2006).

Le troisième objectif est de considérer la stratégie à partir du regard de ceux qui la façonnent (Jarzabkowski, 2005) : les praticiens. En d'autres termes, nous considérons que, même sur les marchés financiers, l'être humain tient une place centrale et est donc essentiel au faire stratégique (Jarzabkowski, 2004). La recherche en management stratégique gagne à prendre en compte cette dimension (Weick, 1979) et dans ce cas, le chercheur ne se limite pas à considérer les praticiens comme de simples « objets de recherche ». Il s'efforce, au contraire, de développer des interactions approfondies avec eux. Ce dernier point signifie que, plutôt que mener quelques observations et entretiens, il implique d'authentiques *feedbacks*, des échanges nourris de part et d'autre.

En synthèse, **le projet de recherche consiste à cerner ce qui constitue le moteur de la formation de la stratégie, c'est-à-dire l'agir stratégique ou *strategizing* sur le champ des marchés financiers, en se focalisant sur une activité qui y est centrale, le *brokerage* et sur les organisations et les acteurs qui la pratiquent.** Pour mener à bien ceci, nous souhaitons considérer les interactions entre structures et *human agency*<sup>28</sup> (Orlikowski, 2000) en tenant compte des dimensions macro, méso et micro.

### 2.2.2. Stratégie et Processus

Force est de réaliser, lorsqu'on souhaite parler de formation de la stratégie, que deux questions se posent immédiatement. La première consiste à se demander, quelle définition de la stratégie choisir dans la multitude d'écoles de pensée qui se sont développées depuis ses origines. La deuxième est de savoir, ce qui peut se cacher derrière les notions de formation de la stratégie et d'agir stratégique, parle-t-on de processus, de changement ou autre ? Il convient donc à présent de souligner quelle définition de la stratégie nous paraît pertinente.

---

<sup>28</sup> Nous avons retenu l'expression anglaise car elle est à la fois très précise et très riche, elle pourrait se traduire en français par « arrangements ou agencements humains » mais cela en réduirait la portée nous semble-t-il.

### 2.2.2.1. Qu'entendons-nous par stratégie ?

Longtemps, la stratégie a été vue, dans le sillage des travaux fondateurs de Ansoff (1965) comme « le pilotage des modifications de relations du système entreprise avec son environnement et de la frontière de ce système avec ce qui n'est pas lui ». La Harvard Business School et Andrews (1971) la donne comme le résultat d'un processus formel qui va permettre de la formuler en conscience pour qu'elle puisse être déployée sous l'influence déterminante d'une figure prépondérante, le dirigeant. Cette approche, renforcée par les travaux de Porter (1982, 1986), donne de la stratégie une image linéaire, marquée par le rationnel et plutôt inspirée par la grande industrie.

Pourtant, avec notre expérience, la stratégie nous semble bien plus complexe, influencée par des facteurs liés au contexte interne et externe, micro et macro, et se construisant « chemin faisant » (Avenier, 1997) par la pensée et l'action quasi-simultanées des divers acteurs impliqués dans une organisation qui peut prendre des visages variés. Cette vision est plus proche de la vision organique et progressive de Mintzberg (1994), puis Mintzberg *et al.* (1998, rééd. 2009), qui, suite à un fort ancrage empirique, souligne que la formulation de la stratégie et son implémentation se font souvent de façon simultanée et corrélée. La stratégie y est présentée comme un phénomène paradoxal à la fois délibéré et émergent qui va conduire à une stratégie « réalisée » ce qui conduit Martinet (1990) à dire : « Le couple stratégie délibérée/stratégie émergente conjugue la réalisation des intentions et l'assimilation d'actions imprévues qui font découvrir des chemins nouveaux ». Nous avons là une approche plus globale de la stratégie à laquelle aspire Mintzberg après avoir pris le soin de décrire les diverses écoles de la stratégie qui n'offrent chacune qu'une approche partielle. Ces écoles, au nombre de dix (Mintzberg *et al.*, 1998, rééd. 2009) sont fondées sur les cinq notions qui définissent la stratégie – « les cinq Ps pour la stratégie » (Mintzberg, 1987) ou « *Plan, Ploy, Position, Pattern and Perspective* ». Chacune de ces écoles fait un mélange variable de ces cinq notions ce qui compose leur identité propre. Il décrit ainsi l'école de la conception, de la planification, du positionnement, entrepreneuriale, cognitive, de l'apprentissage, du pouvoir, culturelle, environnementale et enfin, celle qu'il considère comme intégrant les autres : l'école de la configuration. Pour Mintzberg *et al.* (1998, rééd. 2009), cette dernière « diffère de toutes les autres sous un aspect fondamental : elle offre la possibilité de les réconcilier toutes » et « se prononce carrément pour un changement occasionnel, mais quantique et révolutionnaire ».

Cependant, là encore en dialoguant avec notre expérience, nous restons partiellement insatisfait. La première remarque que nous pouvons faire est justement sur cette notion de la stratégie qui est perçue comme relativement stable « à l'intérieur d'états donnés, stabilité que vien(draient) interrompre des sauts occasionnels et plutôt dramatiques vers de nouveaux états ». Cette vision semble signifier que la stratégie ne puisse avoir des périodes de tranquillité relative que lorsqu'on peut analyser ces périodes sous l'angle de telle ou telle école et, par ailleurs, le changement stratégique n'est compris que par soubresauts, voire révolution : c'est un « changement quantique » (Mintzberg *et al.*, 1998, rééd. 2009). Or, le changement ne peut-il pas être aussi évolutif sous des effets combinés internes et externes, micro et macro à l'entreprise ? Cette notion de changement évolutif se retrouve chez Donaldson, (1996), un des principaux critiques de l'école de la configuration. Pour nous, la stratégie s'inscrit plus dans un mouvement de recherche d'équilibre permanent avec certes parfois de ruptures violentes mais aussi des évolutions plus douces.

Nous rejoignons là Van de Ven (1992) qui note :

« [...] stability and change with a dialectic process theory are explained by the relative balance of power between opposing forces. [...] Change occurs when the opposing values, forces, or events go out of balance. [...] The relative strength, power, or legitimacy of an antithesis may emerge or mobilize to a sufficient degree to overthrow the current thesis or state of affairs and produce a synthesis, which then becomes the new thesis as the dialectical process recycles and continues »<sup>29</sup>.

L'autre remarque sur l'approche de Mintzberg consiste à dire, qu'elle est certes dynamique et souligne bien la complexité et la variété de figures que peut prendre la stratégie, mais elle classe trop, ce qui a pour effet de mettre sur le même plan des niveaux divers de la stratégie et de produire un effet casier.

Sur le premier point, Martinet (2000) indique que l'on a deux niveaux de connaissances qui sont ainsi mêlés, « des connaissances positives, substantielles d'une part [...] et] des connaissances instrumentales, procédurales d'autre part ». Mintzberg *et al.* (1998, rééd. 2009) ont conscience de ce deuxième point, puisqu'à la fin de la deuxième édition de *Safari en pays stratégie : l'exploration des grands courants de la pensée stratégique*, ils relèvent toute une série de problèmes et notent :

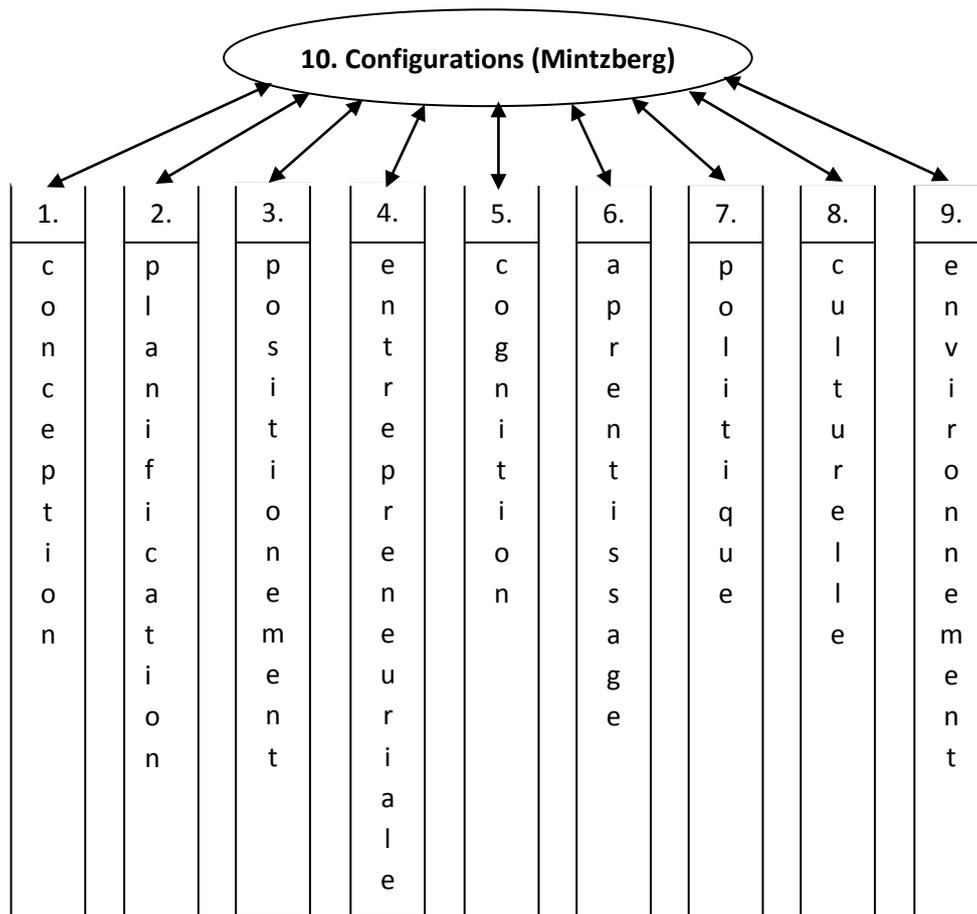
---

<sup>29</sup> Notre traduction : « Stabilité et changement, dans une théorie du processus dialectique, s'expliquent par l'équilibre relatif des pouvoirs entre les forces opposées. [...] Le changement se produit lorsque les valeurs qui s'opposent, les forces ou les événements, se déséquilibrent. [...] La force relative, le pouvoir, ou la légitimité d'une antithèse peuvent émerger ou se mobiliser à un degré suffisant pour renverser la thèse ou l'état des choses, présents, et produire une synthèse, qui devient alors la nouvelle thèse que le processus dialectique recycle et poursuit. ».

« La pratique, d'ailleurs, compte aussi [...]. Ne perdez pas de vue non plus qu'il (notre livre) passe en revue tout un domaine et que le domaine du management stratégique – de la planification au positionnement et à l'apprentissage, etc. – s'est montré ces quarante dernières années plutôt en faveur des agrégats ».

Mintzberg (2007) tente alors de combiner les différentes écoles, notamment en les positionnant de façon séquentielle et en montrant que certaines se trouvent à l'intérieur et d'autres à la périphérie du processus de d'élaboration de la stratégie.

**Schéma 7. Schéma des configurations de Mintzberg**



Source : Élaboré à partir de Mintzberg, 1990.

Il cherche à satisfaire ainsi à la remarque de Hamel (1997) qui constate que « le petit secret honteux de l'industrie stratégique, c'est qu'elle n'a aucune théorie de la création de la stratégie ».

Pense-t-il que son école de la configuration apporte une réponse satisfaisante ? Rien n'est moins sûr, puisqu'il reconnaît (Mintzberg *et al.*, 1998, réed. 2009) que :

*« [...] l'élaboration de la stratégie, c'est à la fois du jugement conceptuel, de la vision intuitive et de l'apprentissage émergent ; cela concerne la transformation aussi bien que la permanence ; cela doit impliquer connaissances individuelles et interaction sociale, coopération autant que conflit ; cela suppose d'analyser avant et de programmer après, ainsi que de négocier pendant ; et tout cela doit se faire en tenant compte des exigences de l'environnement ».*

Il cite certains travaux qui visent à intégrer les approches du management stratégique parmi lesquels un nous a semblé particulièrement intéressant. Il s'agit de celui de Sloan (1996), qui cherche à opérer une synthèse. Il en oublie d'autres, comme celui de Martinet (1993, 2000) qui propose une approche en termes d'attracteurs. Or, ces notions de synthèse et d'attracteur combinées peuvent être particulièrement riches pour définir la stratégie telle que nous l'entendons dans ce travail de recherche.

Sloan (1996) revient sur les travaux fondateurs d'Andrews (1971, réed. 1987) et considère qu'ils sont déjà porteurs de la nature intégrative de la stratégie, puisque ce dernier identifie quatre composantes qui définissent la stratégie et qui sont :

*« [...] ce que l'entreprise pourrait faire, en fonction des opportunités [...], ce que l'entreprise peut faire, selon ses capacités ; ce que ses dirigeants veulent faire ; et ce qu'elle devrait faire pour respecter ses obligations envers la société ».*

Cette définition, si on élargit le terme « dirigeants » à managers, est très moderne, elle va jusqu'à prendre en compte la responsabilité sociale de l'entreprise. Elle souligne aussi bien combien la stratégie revient à une recherche d'équilibre cohérent et constant entre ses propres composantes qui sont aussi bien externes (« opportunités ») qu'internes (« capacités ») – ce qui n'est pas sans nous faire penser au concept de ressources et compétences développé plus tard par Hamel et Prahalad (1990), concept que l'on ne retrouve dans aucune des écoles de Mintzberg. Pour Sloan (1996), la multiplication des approches de la stratégie a fragmenté le domaine et rendu difficile sa définition même alors que son élaboration ne peut se concevoir que comme un phénomène intégratif, holistique mais cohérent. Ces approches restent cependant utiles dans la mesure où chacune d'elles montre une facette du comment et pourquoi de la stratégie, mais il est capital d'accepter l'idée que ces facettes se combinent continuellement pour former un tout qui produit un processus complexe d'évolution et de transformation. Pour Sloan (1996) donc, aucune influence ne peut expliquer à elle seule ce qu'est la stratégie qui correspond plutôt à un processus de synthèse composé

d'équilibre/déséquilibre suite à des mouvements d'une de ses quatre composantes – ou plusieurs.

La question que nous nous sommes posée à ce stade est la suivante : quid des nouvelles approches de la stratégie car, si le phénomène est complexe, la façon de l'envisager peut être infinie et on dépasse donc une logique de classification sur un même plan à la Mintzberg ?

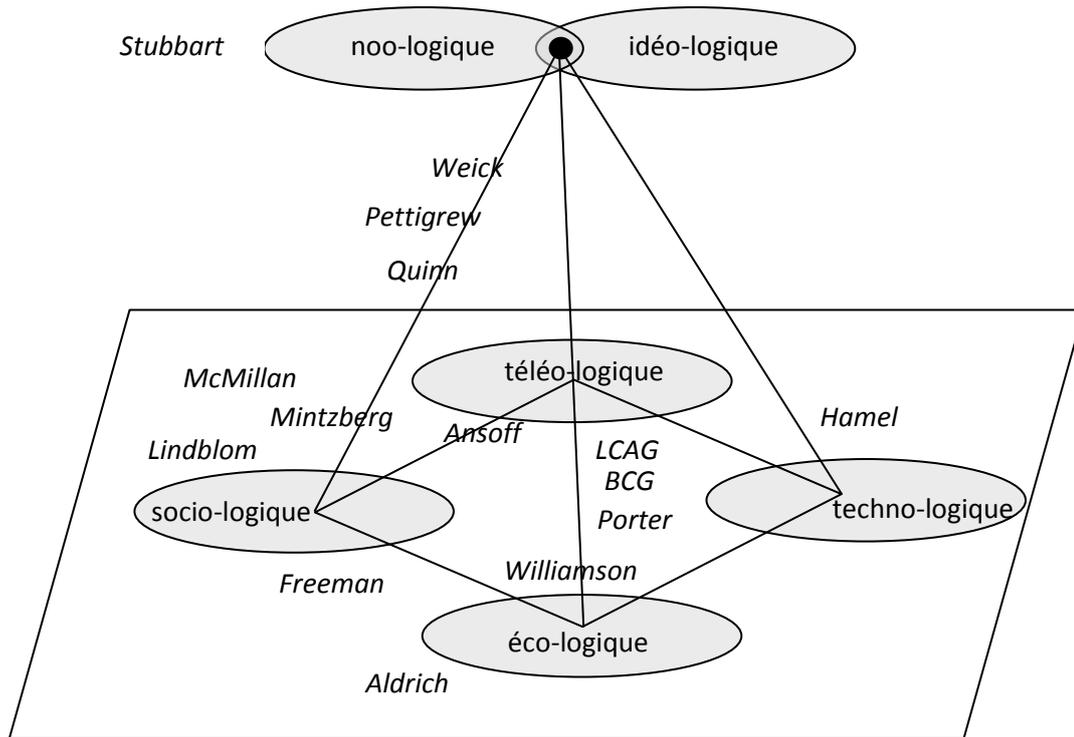
C'est à ce stade que l'approche par les attracteurs de Martinet (1993, 2000), apporte une ouverture. Si, comme nous le pensons, la stratégie s'entend comme la synthèse intégrative d'un processus de formation sans cesse renouvelé, soumis à diverses influences concomitantes plus ou moins mobilisées en fonction du cours des choses, alors faut-il encore comprendre entre quelles influences elle balance.

Il s'agit, pour reprendre Martinet (2000) :

*« [d']admettre la coexistence nécessaire, dans l'exercice concret de la raison stratégique, de plusieurs logiques, de plusieurs formes de rationalité qu'il s'agit de bien identifier, d'explicitier, de hiérarchiser et de composer en fonction des contingences sans cesse renouvelées ».*

Dépasser la fragmentation de la stratégie, va consister pour Martinet à proposer des « logiques fondamentales » qu'il nomme « attracteurs ». Martinet (1993, 2000) caractérise cinq attracteurs qui sont, sur un même plan, le téléologique, l'écologique, le sociologique, le technologique, et, sur un plan différent, le noologique ou idéologique. Ces attracteurs ont aussi le mérite, contrairement à la classification de Mintzberg, de ne pas oublier certaines écoles.

### Schéma 8. Les attracteurs de la pensée stratégique



Source : Martinet (1997).

Chacune des logiques proposées va plus ou moins attirer tels ou tels chercheurs et leur école. Surtout, nous pouvons supposer que, dans le processus de synthèse continu qui caractérise la stratégie, il va y avoir des phénomènes constants d'attraction vers tel ou tel pôle, ceci en fonction du jeu des quatre composantes identifiées par Andrews et rappelées plus haut. Selon nous, ces attracteurs sont plus qu'utiles à la représentation des démarches des chercheurs en stratégie ; ils permettent d'imaginer que la stratégie combine l'ensemble de ces modes de penser aussi dans son existence en tant que produit de praticiens pensant et agissant simultanément. La stratégie se construit dans un continuum de glissements plus ou moins brusques entre les différents attracteurs vus comme autant de logiques de praticiens interagissant dans le projet commun qu'est l'entreprise et lui permettre de s'adapter, voire d'anticiper pour survivre et se développer. Ceci nous amène à constater qu'une constante ressort dans notre définition de la stratégie, c'est la notion d'évolution, de transformation, doit-on dire de processus ?

### 2.2.2.2. La formation de la stratégie, une question de processus ?

La perspective de la stratégie retenue dans ce travail de recherche est dynamique. Elle espère dépasser la division du champ entre contenu et processus en nous inscrivant ainsi dans une vision peut-être plus à la française comme souligné par Laroche et Nioche (1998) pour qui « les chercheurs francophones ont, beaucoup moins que leurs collègues anglo-saxons, cultivé l'opposition ».

L'idée est de pouvoir construire un pont non seulement entre les niveaux micro, méso, macro mais aussi entre processus et contenu de la stratégie d'une organisation de type *brokerage* sur les marchés financiers. La stratégie et sa formation sont donc entendues comme un tout qui, à l'instar de Pettigrew (1985), permet : « *to link the multilevel analysis and processual analysis of organisation phenomena in what may be called a holistic, contextualist analysis* »<sup>30</sup>. Il reconnaît toutefois que cette ambition est rarement achevée dans les travaux de recherche sur le processus (Pettigrew, 1992).

La littérature sur la formation de la stratégie s'ancre plus particulièrement dans une approche par les processus qui va chercher à répondre à la question de son évolution et de son déploiement. Le processus est souvent assimilé à l'idée de transformation ou tout au moins de changement avec des auteurs fondamentaux comme Pettigrew (1985, 1992) ou Chakravarthy et Doz, (1992). Cependant, comme le remarquent Chakravarthy et White (2002, 2007 2<sup>ème</sup> éd.), « *process researchers too often lose track of a destination, the strategy outcome* »<sup>31</sup>, allant même jusqu'à préciser que trop souvent les recherches sur le processus se focalisent sur la dynamique du changement en lui-même pour en oublier la dimension stratégie et son impact. Il existe peu de travaux qui se concentrent sur le lien proprement dit entre le processus et la façon dont émerge la stratégie, avec quelles conséquences sur les façons de faire des praticiens et vice-versa. Pourtant, Pettigrew (1997) note que « *the irreducible purpose of a processual analysis remains to account for and explain the what, why and how of links between context, processes and outcomes* »<sup>32</sup>. L'absence de mise en relief de ces liens nous semble réduire l'intérêt d'une approche par les processus pour des praticiens à la recherche d'approches pragmatiques qui vont les aider à développer des heuristiques.

Pour comprendre la stratégie, son émergence et son évolution au sein d'une organisation, il

---

<sup>30</sup> Notre traduction : « de lier l'analyse multi-niveaux et l'analyse des processus des phénomènes d'organisation dans ce qu'on peut appeler une analyse holistique et du contexte ».

<sup>31</sup> Notre traduction : « les chercheurs en processus perdent trop souvent la trace d'une destination, le résultat de la stratégie ».

<sup>32</sup> Notre traduction : « le but irréductible d'une analyse de processus demeure de mettre en exergue et d'expliquer le quoi, le pourquoi et le comment des liens entre le contexte, les processus et les résultats ».

semble utile de dépasser l'analyse d'un simple processus de décision par exemple, pour prendre en compte de façon globale l'ensemble des pensées et des actions du groupe de praticiens porteurs de cette stratégie. L'étude de la formation de la stratégie comme agir stratégique dépasse l'étude du processus, elle est censée, comme proposé par Chakravarthy et White (2002, 2007 2<sup>ème</sup> éd.), dépasser les insuffisances suivantes :

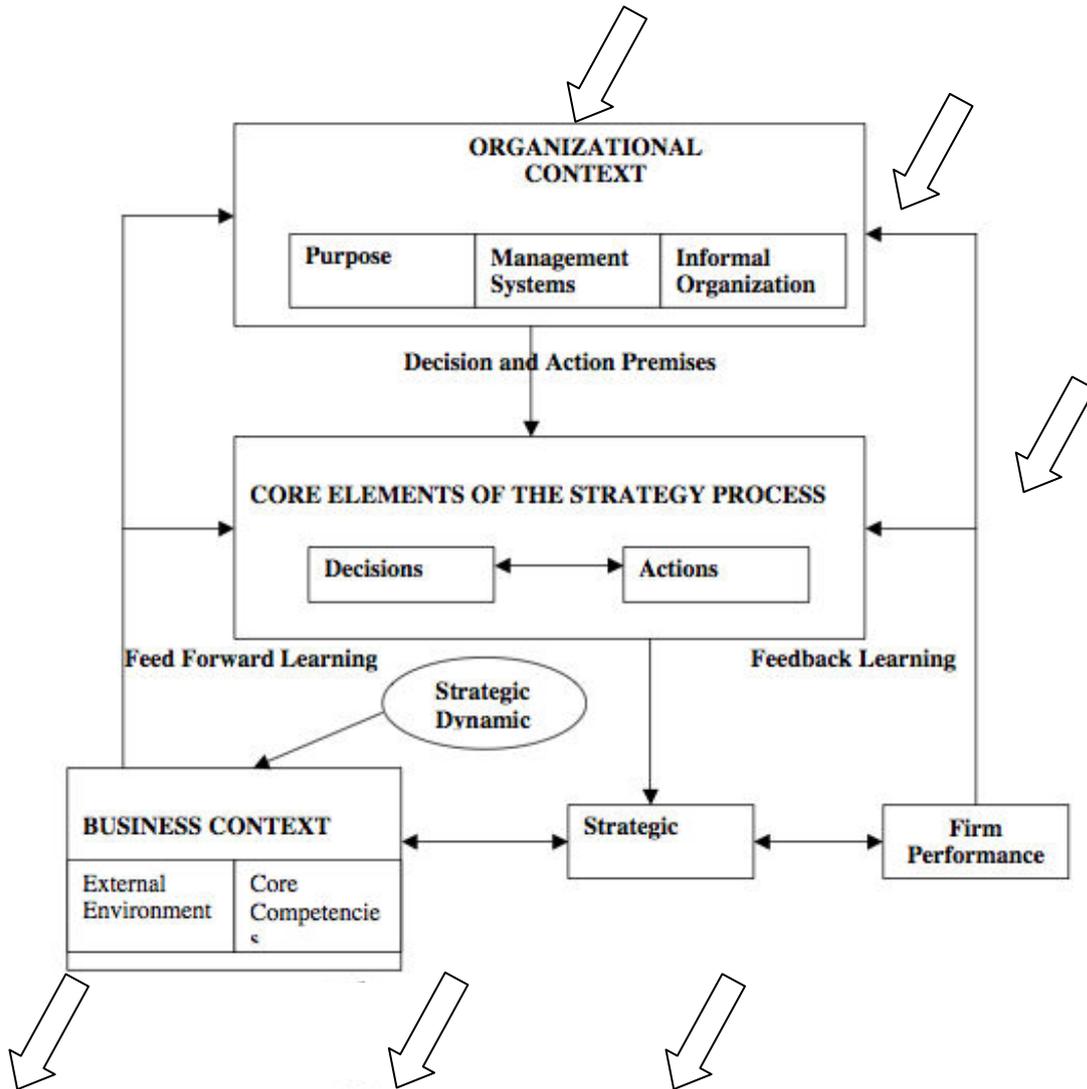
« [...] lack of explicit links to strategy outcomes ; focus on discrete decisions rather than, on patterns of decisions and actions that accumulate into a strategy over time ; failure to view the process from multiple levels (and perspectives) ; and lack of insights on how process can be managed better to produce the desired strategy outcomes »<sup>33</sup>.

Tenter de mener une recherche sur la formation de la stratégie comme agir stratégique dans une approche holistique qui prendrait aussi en compte les limites soulevées ci-dessus, demande d'avoir une grille de lecture qui permette de synthétiser toute la dynamique du processus mais aussi toutes les facettes de la stratégie entendue comme dans notre définition. C'est, par exemple, ne pas perdre de vue que la stratégie semble à la fois émergente et délibérée, que sa formation et sa mise en œuvre apparaissent intrinsèquement liées, qu'elle s'inscrit dans un contexte et dans le temps avec des périodes de stabilité apparente comme de changements doux ou violents, enfin qu'elle est une forme de synthèse de pensées et d'actions. Le *framework* proposé par Chakravarthy et White (2002, 2007 2<sup>ème</sup> éd.), nous paraît intéressant pour saisir la formation de la stratégie dans notre recherche sur le *brokerage* financier. Il est résumé par la figure suivante reprise dans leurs travaux de 2002 :

---

<sup>33</sup> Notre traduction : « l'absence de liens explicites avec les résultats stratégiques; focalisation sur des décisions isolées plutôt que sur les modes de décisions et les actions qui s'accumulent dans une stratégie au fil du temps ; incapacité à observer les processus avec des niveaux multiples (et perspectives) ; manque de compréhension sur la façon dont les processus peuvent être mieux gérés afin de produire les résultats souhaités de la stratégie ».

**Schéma 9. Processus de la stratégie**  
*(Strategy Process: Forming, Implementing and Changing Strategies)*



Source: Chakravarthy et White (2002).

Ce *framework* permet de prendre en compte toutes les facettes de la stratégie dans sa formation et son implémentation. Il souligne encore, que la formation de la stratégie se fait par la combinaison de multiples niveaux pour lesquels des logiques – nous rejoignons la notion des attracteurs vue précédemment – vont s’affronter et/ou collaborer jusqu’à contribuer à des moments de déséquilibres/équilibres. Ces niveaux s’entendent en termes de contextes, aussi bien pour l’organisation que pour son activité, contextes qui sont présentés comme mouvants et susceptibles d’influences réciproques entre eux, mais surtout sur le cœur de la formation de la stratégie : le jeu mutuel de la pensée et de l’action (dans le schéma : « décisions » et « actions »). Ce *framework* aide à dépasser l’étude processuelle qui se

concentre souvent sur un seul type de changement, et donne de la formation de la stratégie l'idée de flux et d'interactions. Elle oublie cependant un élément essentiel à nos yeux, la vision d'une stratégie qui est le produit d'humains. Il nous semble donc intéressant de combiner ce *framework* avec une perspective qui réintroduit l'homme dans la dimension stratégique et se centre sur l'agir stratégique ou *strategizing*.

### **2.2.3. La perspective de la « *Strategy as Practice* » (SaP)**

Considérant que la stratégie est socialement construite par les actes et les interactions des acteurs, la perspective SaP offre une grille de lecture, qui permet d'étudier l'agir stratégique ou *strategizing*, en répondant aux trois objectifs cités précédemment en 2.2.1.2. Elle peut se combiner avec une vision de la stratégie s'efforçant de synthétiser toutes les facettes évoquées précédemment en prenant en compte la dynamique du processus. Il s'agit de s'inscrire dans le *framework* proposé par Chakravarthy et White (2002, 2007 2<sup>ème</sup> éd.) et de croiser une approche holistique avec une approche comme la SaP parfois jugée comme trop centrée sur les individus (Chia et Holt, 2009).

#### **2.2.3.1. Intérêt de l'approche SaP pour notre recherche**

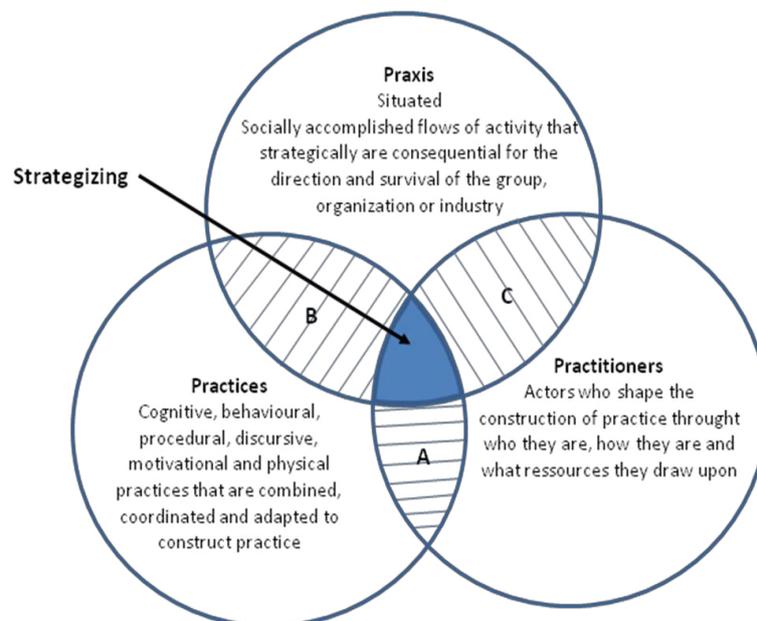
Le courant SaP se réclame de la filiation pratique en recherche, en s'appuyant sur les travaux de Schatzki *et al.* (2001), ou encore de Egginton et Sandbothe (2004). Ces chercheurs soulignent l'importance de mettre au centre des discours métathéoriques, les pratiques ordinaires des acteurs (Johnson *et al.*, 2007). Cette approche favorise la prise en compte de questions qui émergent directement des discours des praticiens et qui sont peu étudiées dans la littérature académique sur l'activité de *brokerage*. Elle permet aussi d'intégrer le rôle des praticiens dans les moments de stabilité comme de transformation de l'activité, ainsi que du *human agency* sur les marchés financiers, plutôt que de se limiter aux seuls niveaux institutionnels ou organisationnels.

Dans cette perspective, la stratégie est définie comme une activité socialement située établissant un pont conceptuel entre les praticiens, la Pratique ou Praxis et les pratiques (Whittington, 2006). Cette activité, socialement située, se construit à travers les actions, interactions et négociations de divers acteurs en situation pratique (Jarzabkowski, 2005). La perspective SaP retient les divers acteurs impliqués dans la formation de la stratégie avec leurs actions et interactions au quotidien (Rouleau, 2006), dans un processus de construction de sens (Weick, 1979 ; Laroche et Nioche, 1998).

De plus, la perspective SaP favorise la prise en compte de la complexité du contexte dans lequel interviennent les *brokers*, tout en soulignant les liens micro (les *brokers*– acteurs du processus) et macro (les institutions des marchés financiers – le niveau macro sociétal) mais aussi les processus organisationnels mis en œuvre dans les sociétés de *brokerage* (le niveau méso) tels que schématisés par Witthington (2006). Ce courant nous semble donc offrir un cadre particulièrement pertinent pour notre projet, car il met l’accent sur l’importance de distinguer plusieurs niveaux d’étude, tout en les reliant et en les combinant.

Par ailleurs, la perspective SaP apporte une grille de lecture permettant d’organiser le travail empirique contribuant à la présente recherche ; la figure ci-après constitue ainsi une base :

**Schéma 10. Les 3P du *strategizing***<sup>34</sup>



*Strategizing comprises the nexus between practice, practices and practitioners, A, B and C represent stronger foci of these interconnections depending upon the research problem to be addressed*<sup>35</sup>.

Source: Jarzabowski *et al.*, 2007.

<sup>34</sup> *Pratique (Praxis)*: La stratégie en tant que flux d’activité en situation et accompli socialement, ayant des conséquences sur les orientations et la survie de l’entreprise. *Pratiques (Practices)*: Ressources cognitives, comportementales, procédurales, discursives, motivationnelles et physiques qui sont combinées, coordonnées et adaptées pour construire la pratique. *Praticiens (Practitioners)*: Acteurs qui influencent la construction de la pratique à travers *qui* ils sont, *comment* ils agissent et les ressources qu’ils utilisent (*quoi*), (Golsorkhi, 2006, p. 5).

<sup>35</sup> Le faire stratégique inclut les relations entre la pratique, les pratiques et les praticiens. A, B, et C représentent des foyers d’interconnexions à explorer en fonction des questions de recherche à traiter, (*Ibid.*).

Nous avons donc mobilisé cette grille situant le *strategizing* à l'interface de la Pratique, des pratiques et des praticiens, ces trois termes étant définis de la manière suivante (Reckwitz, 2002) : la Pratique peut être assimilée à la *Praxis* au sens large car elle décrit de façon emphatique l'ensemble de l'action humaine ; les pratiques s'apparentent aux outils, artefacts et comportements combinés et coordonnés pour soutenir la Pratique ; les praticiens sont les acteurs qui construisent cette Pratique en s'appuyant sur les pratiques.

Dans notre recherche, nous nous efforçons de prendre en compte ces trois dimensions avec un égal intérêt, pour bien nous situer sur le faire stratégique et éviter de nous focaliser seulement sur le croisement de deux concepts. Il s'agit de comprendre les lignes de continuité et de changement possibles de l'activité de *brokerage* à travers ses façons de faire (ou « *Practices-in-uses* », Jarzabkowski, 2005), et éventuellement d'aider à concevoir des modes alternatifs de fonctionnement co-construits avec les acteurs concernés eux-mêmes.

### **2.2.3.2. Actionner Processus et SaP**

Cependant, il convient de rappeler que la perspective SaP n'est qu'une possibilité pour entrer par la voie des praticiens et de leurs façons de faire, au cœur du processus de formation de la stratégie dans les sociétés de *brokerage* financier. Ce processus est alors, potentiellement captable par le *framework* proposé par Chakravarthy et White (2002, 2007 2<sup>ème</sup> éd.).

Mobiliser la perspective SaP ne signifie pas reprendre intégralement une approche d'anthropologue social qui se focaliserait sur les seuls micro actes. Il s'agit essentiellement, en se basant sur les travaux fondateurs du courant (Langley, 1990 ; Whittington, 1996 ; Johnson et Huff, 1998), de mettre en évidence le rôle des praticiens dans l'agir stratégique qu'ils produisent et par lequel ils sont aussi impactés.

Deux leçons semblent essentielles dans la SaP, c'est que la stratégie n'est pas « une chose que l'entreprise possède mais que ses membres exécutent » (Jarzabkowski *et al.*, 2007) et que pour la pénétrer, il est utile de le faire *via* « l'action et la pratique [...] en son propre sein » (Johnson *et al.*, 2003).

Dans ce travail de recherche, nous nous sommes efforcé d'intégrer cette vue dans le *framework* proposé par Chakravarthy et White (2002, 2007 2<sup>ème</sup> éd.). La formation de la stratégie est donc entendue comme l'agir stratégique, alliant pensée et actions. Cet agir stratégique est aussi en interaction avec les divers niveaux de contextes retenus (*Business* et *Organizational*). Si nous reprenons les triades proposées dans les figures de Chakravarthy et

White (2002, 2007 2<sup>ème</sup> éd.) et des 3P du *strategizing*, reproduites dans les pages précédentes, nous pouvons imaginer des croisements qui aboutissent aux couple suivants : Pratique et *Business Context*, Pratiques et *Organizational Context*, Praticiens et *Core element of the Strategy Process*. Cette mise en relation permet de dépasser le clivage holisme *versus* individualisme méthodologique par une mise en tension entre processus et acteurs. Surtout, elle nous fournit une grille de lecture, originale et intégrative, pour comprendre une organisation évoluant dans des contextes complexes.

Nous venons de voir quelle est notre perspective en management stratégique pour aborder la question de la formation de la stratégie dans les sociétés d'intermédiation financière de type *brokerage*. Cette perspective est centrée à la fois sur l'approche par les processus, sur des multi-niveaux, avec pour cœur le jeu de la pensée et de l'action porté par la pratique c'est-à-dire l'être humain. La formation de la stratégie implique une dynamique qui est difficile à rendre dans un travail de thèse. Nous allons cependant tenter de construire une modélisation globale qui pourrait illustrer les diverses facettes de la stratégie en œuvre, celle de l'agir stratégique, tout en correspondant à un certain pragmatisme.

## **Conclusion du chapitre**

Ce chapitre s'est efforcé de faire une synthèse des approches qui abordent le *brokerage*. Elles apparaissent comme essentiellement concentrées dans certains courants en finance et en sociologie. Dans les premiers courants ressort une vision plutôt macro du *brokerage* tel qu'il nous intéresse ici. Dans les deuxièmes, la part belle semble donnée à certains groupes d'acteurs. Mais peu de travaux académiques considèrent le *brokerage* dans son ensemble, c'est-à-dire comme une activité insérée dans un contexte qui la marque mais qu'elle pourrait être aussi en position d'influencer voire de modeler, comme une activité qui est soutenue par des organisations propres et des praticiens acteurs.

Le management stratégique peut permettre d'appréhender cette activité de façon globale. De plus, en nous focalisant sur la formation de la stratégie comme agir stratégique ou *strategizing*, nous nous ancrons dans une démarche non statique. La perspective SaP met au cœur de sa vision cet agir stratégique tout en souhaitant redonner la parole aux praticiens ; elle aspire aussi à prendre en compte des niveaux pas toujours intégrés en stratégie. Pour nous, elle est un appui solide pour tenter de construire notre recherche en considérant le macro, le méso comme le micro qui entrent dans la complexité du *brokerage*.

Cette perspective nous permet aussi d'assumer notre éclectisme et notre désir de rassembler plutôt que de scinder. C'est là la façon dont nous avons fonctionné comme praticiens de la finance dans les marchés incertains et complexes ; c'est aussi là la façon dont nous entendons faire de la recherche en sciences de gestion. En effet, qu'y-a-il de plus important dans la compréhension du monde : le pouvoir de ceux que certains appellent l'imagination sans limite ou celui d'une apparente rationalité qui amasse ce qu'elle considère comme essentiel pour donner du sens ? Doit-on faire jouer ce que les Italiens appellent, à la suite de Vico, notre *ingegno* – cette capacité éminemment humaine d'inventer, de créer à partir d'associations de choses, d'actes et/ou de situations apparemment dissemblables – ou faire preuve d'une méthode rigoureuse, dans le sillage de Descartes, qui nous conduit sur les chemins du déterminisme ? « La rigueur imaginative est (devient alors en partie sa) loi » (Valéry, 1895) mais comment s'en sortir ici, quels choix épistémologiques et méthodologiques peuvent nous aider ?

**CHAPITRE 3.  
CADRES ÉPISTÉMOLOGIQUE ET  
MÉTHODOLOGIQUE DE LA RECHERCHE**



« *If you want to understand what a science is, you should look in the first instance not at its theories or its findings, and certainly not at what its apologists say about it; you should look at what practitioners of it do* »

Geertz (1973)<sup>36</sup>.

## Introduction

Dans les chapitres précédents, nous avons présenté le contexte de la recherche en montrant d'abord ce qui définit notre sujet et, ensuite, en présentant la littérature sur le *brokerage* financier ainsi que notre problématique qui est centrée sur l'agir stratégique. Cependant, notre démarche ne peut se comprendre qu'en précisant quel est notre positionnement épistémologique en amont et les choix méthodologiques qui se doivent d'être cohérents avec ce positionnement ; c'est ce que nous allons expliciter ici.

L'idée est bien de nous plier à cet exercice incontournable et attendu dans tout travail de thèse mais aussi de souligner que ce positionnement a demandé une réflexion constante, ne serait-ce que par notre parcours professionnel qui a fait de nous un doctorant un peu atypique et que par le choix même de notre directeur de thèse. Dès notre engagement délibéré dans la recherche, notre préoccupation centrale a été de bien comprendre d'où nous parlons et comment. Pour cela, il était important d'être en accord avec soi-même car, l'âge aidant et peut-être contrairement à certains jeunes doctorants, nous avons déjà quelques idées de ce que nous pensions être. Il nous est alors très vite apparu comme essentiel de concilier notre projet de recherche avec notre expérience terrain car pour reprendre Vico (1710, rééd. 1993) « *Verum esse ipsum factum* »<sup>37</sup>. Pour cela, il nous a semblé que la meilleure issue serait de faire se croiser théories et pratiques. Il convenait donc d'impliquer dans la démarche des praticiens pour tirer des savoirs de leur expérience tout en répondant à la rigueur d'une démarche scientifique susceptible d'apports théoriques comme pratiques. Comment produire en conscience, sur notre sujet, une connaissance légitime académiquement mais aussi utile/utilisable par des acteurs potentiellement intéressés ? Comment passer, pour paraphraser Calori (2001), « de la connaissance collective ordinaire à la théorie » et ce faisant appréhender

---

<sup>36</sup> Notre traduction : « Si vous voulez comprendre ce qu'est une science, il vous faut regarder en premier, non pas ses théories ou ses résultats, et certainement pas ce que ses adeptes en disent ; vous devriez regarder ce que les praticiens en font ».

<sup>37</sup> Notre traduction : « Le vrai est le faire même ».

une situation empirique qui interroge pour en faire émerger une question théorique pertinente et porteuse de pistes visant à améliorer la pratique ?

Il s'est agi de concevoir un projet de recherche visant à « capturer la connaissance pratique de praticiens » (Avenier et Gialdini, 2009a, 2009b), projet aussi affiché par le courant SaP dans lequel, comme déjà évoqué au chapitre 2, nous nous inscrivons. Nous nous sommes alors heurtés à un double défi épistémologique et méthodologique que notre ancrage dans ce courant ne permettait pas clairement de résoudre, à commencer par bien différencier les deux niveaux parfois confondus dans la littérature en sciences de gestion. Nous avons tenté de bien respecter dans cette recherche, d'abord un positionnement épistémologique correspondant à ce que nous sommes et répondant aux trois questions de Piaget (1967a), c'est à dire : Qu'est-ce que la connaissance ? Comment est-elle élaborée ? Quelle est sa valeur ? ; Questions précisées par Le Moigne (1995) parlant de question gnoséologique, de question méthodologique et de question éthique. Ensuite, nous avons cherché à développer une démarche qui allait aider à faire émerger cette connaissance, un processus ou des méthodes permettant de (re)constituer des connaissances – ce qui définit la méthodologie (Avenier et Gavard-Perret, 2008) – dans le respect de notre positionnement car rappelons-le : l'épistémologie s'intéresse à la nature de la connaissance même alors que la méthodologie va signifier la mise en œuvre des outils facilitant la construction des connaissances. Dans ce qui suit, nous allons préciser notre positionnement épistémologique et montrer comment il nous a conduit à une certaine démarche scientifique au sens large, avec quel design ou cadre de la recherche. Ensuite, nous examinerons en détail la mise en œuvre méthodologique de cette recherche.

### **3.1. Positionnement Épistémologique<sup>38</sup>**

Comme évoqué précédemment, notre positionnement doit beaucoup à notre expérience passée et a été conforté par des rencontres capitales, dont notre directeur de thèse, dans notre cheminement de la pratique vers la recherche avec une vision idéale du « chercheur comme un individu la tête dans les étoiles mais les pieds sur terre et les mains dans le cambouis » (Gialdini, 2008). Il nous a fallu passer du stade de praticien réflexif à celui d'apprenti chercheur en tenant à la fois compte de la richesse que cela pouvait impliquer mais aussi des

---

<sup>38</sup> Il est à noter que ce paragraphe emprunte parfois largement à des communications présentées lors de conférences académiques (Avenier et Gialdini, 2009a, 2009b). Des passages de ces communications communes ont parfois été repris tels quels, avec l'accord de Marie-José Avenier, ceci en 3.1.1.1, 3.1.2 et 3.1.3 que nous remercions.

influences ; ceci a signifié pour nous d'apprendre, dans un premier temps, à nous regarder comme dans un miroir réflexif, à nous mettre à distance de nous même mais aussi de notre sujet de recherche pour mieux y revenir par la suite. L'épistémologie nous a ainsi beaucoup aidé en nous demandant constamment de nous centrer, comme le veut sa définition même (Piaget, 1967a), sur « l'étude de la constitution des connaissances valables ». Elle s'est imposée dès le début de ce parcours de recherche à la fois comme un garde-fou indispensable à une démarche scientifique mais aussi comme la possibilité de qualifier notre démarche de la connaissance, une démarche que nous avons voulue ancrée dans les pratiques et le pragmatisme, une démarche qui se réclame de la construction de possibles en conscience et avec raison, une démarche qui aspire à être « valable » sur le plan académique comme pratique.

### **3.1.1. Un ancrage pratique philosophiquement marqué**

Comme déjà souligné, cette recherche consiste à éclairer, à partir des pratiques des acteurs qui y sont impliqués et de leurs interactions avec leur environnement, l'agir stratégique ou encore *strategizing* (Whittington, 1996) dans l'activité de *brokerage*. Elle vise donc à faire émerger ce qui est fondamental dans cette activité et pour ses praticiens dans leurs rôles, leurs valeurs et leurs agir socio-économiques et institutionnels sur la place de Paris. Il s'agit alors de se comporter comme un « découvreur de sens » (Charreire et Huault, 2001) pour comprendre finement une situation, pouvoir proposer une première généralisation théorique et en tirer une connaissance enseignable (Le Moigne, 1995). C'est être en phase avec les critères d'adéquation présentés par Girod-Séville et Perret (1999). Il est à noter que l'ambition ici n'est pas une simple recherche de recettes à mettre en œuvre en fonction de la situation étudiée mais bien d'apporter une aide pour mieux appréhender des comportements organisationnels. La dimension praxéologique signifie donc pour nous la production de connaissances légitimes et utiles qui soient généralisables et stimulantes pour la pensée. Le but est d'élaborer des connaissances académiques en la matière mais aussi, éventuellement, de contribuer à favoriser la réflexivité des praticiens impliqués et à penser le renouvellement de leurs pratiques. Pour reprendre Avenier (2011), les connaissances développées dans ce travail « ne prétendent pas fournir de description fidèle de la manière dont les choses sont ou fonctionnent réellement », nous aspirons plutôt à « l'élaboration de représentations congruentes avec l'expérience des acteurs impliqués dans la situation considérée et qui font sens pour eux ».

### 3.1.1.1. Intégrer l'expérience et les savoirs des praticiens

Dès l'origine, la perspective de la pratique a été au cœur de notre projet de recherche puisque, ayant été nous-mêmes un praticien des marchés financiers, il nous apparaissait inconcevable de ne pas partir de la parole et des actes même de ces praticiens avec qui nous avons partagé quelques années de vie professionnelle et dont nous considérons l'expérience de l'action comme riche d'enseignements. L'idée centrale de cette démarche de recherche est de mettre en relation (ou en interaction) étroitement académiques et praticiens dans un travail de construction de connaissances où chacun cependant garderait un rôle bien spécifique, donc des rôles différenciés mais interconnectés : aux académiques une plus grande part de conceptualisation à partir des informations reçues et des croisements théoriques, aux praticiens un apport de l'expérience de l'action avec une éventuelle participation au travail réflexif et une mise à l'épreuve de la connaissance produite.

Notre point de départ a donc été d'intégrer l'expérience et les savoirs des praticiens concernés (Balogun *et al.*, 2003 ; Avenier, 2007) reconnaissant que :

*« [...] le rôle du manager dans les processus observés ne peut plus être ramené au rang d'input ou d'output. Son rôle doit être considéré comme un engagement conscient et actif de la co-construction d'une réalité qui convienne aux acteurs, au sens où ces derniers créent en permanence un cadre pour formuler des stratégies et mettre en œuvre des actions », (Charreire et Huault, 2001).*

Piaget (1970) a montré que les acteurs sont soumis à des processus d'assimilation et d'accommodation ; il est donc intéressant de pouvoir travailler avec eux en tant que chercheur pour saisir ces processus et assurer une articulation entre les démarches terrain et théorique. Pour cela, il convient de reconnaître que les praticiens savent probablement plus de choses qu'ils n'en expriment (Schön, 1983) et que les moments de tension, de crise ou de changement où les décisions sont complexes peuvent favoriser des émergences significatives pour le chercheur (Pettigrew, 1989). Le processus de formation de la stratégie est alors perçu, comme le note Lorino (2010), en tant qu' « expression privilégiée de l'activité collective dans l'organisation » ; il correspond à des activités complémentaires, enchâssées dans un contexte et qui sont porteuses de sens. Ceci signifie que l'action tient une place essentielle dans la compréhension de la formation de la stratégie et que l'on peut difficilement se passer de la contribution de ses principaux acteurs pour la cerner, à savoir les praticiens. Le chercheur va être alors amené à procéder à une sorte d'enquête pour saisir le sens de cette action collective. « L'enquête introduit ainsi dans l'activité collective "processus" une dimension axiologique, sous forme de jugements de valeur en termes de performances et de contribution à des

objectifs » (Lorino, 2010) que le chercheur pourra traduire. Le processus est l'expression de la mise en œuvre interactive des praticiens qui portent individuellement et collectivement le sens de cette action. Le chercheur tente d'interpréter ceci en saisissant les signes et en :

« [...] *intégrant la dimension collective de l'action, autrement que comme simple agrégation des actions individuelles, mais autrement aussi que comme propriété systémique ou organique indépendante des individus, qui supposerait que la situation de gestion soit un ensemble cohérent* », (Girin, 1990).

Le chercheur peut alors construire sa compréhension du sujet étudié pour espérer ensuite « dessin(er) des mondes possibles qui vont [...] produire des concepts, des guides [...], des procédures intellectuelles » (Martinet, 2008) et pour s'inscrire dans une certaine orientation praxéologique. Il peut ainsi espérer dépasser la neutralité scientifique préconisée par l'approche positiviste car la situation d'urgence actuelle (Morin, 2007) demande probablement une implication plus active à condition cependant de garder, comme rappelé encore par Martinet (2008), « une ouverture épistémologique de telle sorte que les valeurs, l'éthique constituent une ressource explicite dans la recherche d'intention scientifique ». Le terme scientifique doit alors être entendu de façon ouverte ; il dépasse la science considérée comme normale (Kuhn, 1962) et donc principalement axée sur une conception positiviste dans laquelle le monde répond à des lois naturelles mais oubliant ainsi tout ce qui est façonné par l'homme.

Selon notre expérience, en accord avec Bartunek (2010), Avenier et Bartunek (2010) ou encore Carton et Dameron (2012), nous avons tenté de « *bridge the gap between academics and practitioners* »<sup>39</sup>, mais en reconnaissant que praticiens et chercheurs ne jouent pas des rôles symétriques dans des projets de recherche. Cette différence de rôles provient principalement de différences dans leurs fonctions principales et dans les compétences, expérience et connaissances développées au fil de leurs pratiques professionnelles respectives : la fonction première d'un homme du terrain est de mener des actions opérationnelles alors que celle d'un chercheur universitaire est d'enseigner et de conduire des recherches académiques. Il en résulte des différences de buts, de connaissances, de compétences et de contraintes. Ces différences sont précisément ce qui nourrit et enrichit de telles collaborations à l'intérieur d'un projet de recherche. Les deux parties peuvent y trouver intérêt et enrichissement parce que la collaboration facilite l'atteinte de leurs buts professionnels respectifs et peut apporter aux praticiens un certain sentiment d'accomplissement associé à la participation à un projet d'intérêt général visant l'élaboration

---

<sup>39</sup> Notre traduction : « combler le fossé entre les universitaires et les praticiens ».

de savoirs.

Ainsi, dans notre projet de recherche, pendant l'élaboration de savoirs locaux c'est-à-dire des savoirs formés dans la pratique et détenus par les praticiens eux-mêmes, la plupart des praticiens participant au projet se sont comportés comme des co-chercheurs au sens où les questions que nous leur adressions concernant leur expérience et leurs pratiques les poussaient à élaborer des représentations de ces pratiques et ensuite à réfléchir sur ces représentations d'une manière qui, fréquemment, selon leurs dires, leur était non familière. Autrement dit, ce questionnement les a poussés à effectuer une forme de travail épistémique (Martinet, 2007) sur ces représentations de leur expérience. Par exemple, un certain nombre de praticiens sont venus à nos entretiens en ayant préparé des notes sur ce qu'ils considéraient important de nous dire sur l'objet de l'entretien : les différentes évolutions que leur métier a connues – certains travaillent sur les marchés financiers depuis plus de 20 ans –, les difficultés qu'ils ont rencontrées pour s'adapter à ces évolutions, leurs manières de faire actuelles, ce qui leur plaît et qui leur pose problème.

Les savoirs locaux développés dans notre projet et tels que nous les verrons plus en détail au chapitre 4 sont typiquement une co-construction avec les praticiens participant au projet, sachant que le chercheur et ces praticiens n'ont pas joué le même rôle dans cette co-construction. Par exemple, c'est nous qui avons mis en forme et rédigé les éléments de savoirs locaux qui ont été exprimés au cours des entretiens, en fonction de notre perception et de notre compréhension de ce qui a été exprimé au cours de nos interactions avec ces praticiens. Un autre exemple tient à la différence de postures cognitives adoptées: nous avons questionné les praticiens dans une sorte de démarche maïeutique, alors que les praticiens nous ont posé peu de questions. Ils se sont surtout efforcés de nous narrer leur expérience et de mettre en mots divers aspects de leur connaissance pratique. En outre, tout en écoutant les praticiens, nous nous efforcions de nous assurer que les réponses obtenues étaient suffisamment précises pour nous permettre d'effectuer ultérieurement un travail épistémique satisfaisant sur l'expérience décrite. Ainsi, au cours de ce processus, les praticiens et les chercheurs effectuent du travail épistémique, mais de natures différentes et dans des buts différents. Celui effectué par les praticiens porte essentiellement sur la mise en mots de leur expérience. Alors que le travail épistémique mené par les chercheurs a différentes facettes. Par exemple, clarifier les notions utilisées et les relier aux savoirs publiés ; identifier ce qui pourrait être considéré comme des savoirs locaux parmi toutes les idées qui ont été exprimées pendant les entretiens et dans les documents internes compulsés ; ou encore adapter le travail empirique

aux savoirs qui sont progressivement développés (Albert et Avenier, 2011)<sup>40</sup>.

Dans notre projet de recherche, les rôles respectifs des praticiens et des chercheurs sont apparus encore plus différents lors de l'élaboration de « savoirs génériques » (Avenier, 2010), c'est-à-dire des savoirs globaux, cohérents entre eux et permettant une modélisation théorique voire un jeu de perspectives pratiques comme présentés plus loin dans le chapitre 5. Le travail de conceptualisation correspond plus aux compétences professionnelles et activités spécifiques des chercheurs qu'à celles des praticiens. Pendant ce processus, nos interactions avec les praticiens ont essentiellement pris deux formes : d'une part, nous avons recontacté certains praticiens pour clarifier certains points qui n'avaient pas été examinés ou l'avaient été de manière insuffisamment précise durant l'élaboration de savoirs locaux ; d'autre part, pour discuter avec certains d'entre eux les versions successives des savoirs génériques en cours de conceptualisation. Ainsi, praticiens et chercheurs jouent des rôles différents et complémentaires dans un projet mené selon ce cadre. Tirer parti de ces différences et complémentarités est précisément ce qui rend la collaboration susceptible d'enrichir les deux parties, « le tout étant que chacun conserve sa "voix" et son droit de parole dans ce dialogue, dans le cadre d'une "union libre" entre recherche et pratique » (Mesny et Mailhot, 2008). Cette posture de recherche liant académiques et praticiens diffère de celle qui est préconisée dans la recherche-action militante (Eikeland, 2006) ou par certains chercheurs de la perspective SaP (notamment Balogun *et al.*, 2003), car ce n'est pas une approche symétrique entre les deux parties mais bien une collaboration où chacun garde sa place mais de façon complémentaire. C'est d'ailleurs un des points sur lequel la SaP, courant dans lequel nous nous inscrivons, rencontre quelques limites ; ce courant demande un élargissement sur le plan épistémologique.

### **3.1.1.2. Le défi pragmatiste de la perspective « *Strategy-as-Practice* »**

Alors que la perspective SaP nous apparaît pertinente pour notre projet de recherche, l'inscription épistémologique, de même que sa mise en œuvre méthodologique soulèvent quelques difficultés et demandent un effort de cohérence. En effet, comment être en position pour capturer le *strategizing* ou « *how people go about the process of making strategy* » (Whittington, 2003 ; Whittington et Melin, 2003) ? Même en ayant un accès facilité au terrain, les défis sont multiples pour relier les trois dimensions Pratique/pratiques/praticiens

---

<sup>40</sup> Des encadrés en début de chaque paragraphes du Chapitre 4 donnent à voir des savoirs locaux bruts, un développement dans ces mêmes paragraphes souligne le travail de montée en conceptualisation qui a été effectué par le chercheur.

et, comme recommandé par Balogun *et al.* (2003), concilier une certaine diversité de l'approche avec profondeur et largeur de vue. Afin d'accomplir cette tâche, nous avons identifié les aspects qui nous ont semblé les plus pertinents pour chaque dimension, mais ceux-ci restent nombreux et le travail empirique est extrêmement lourd. Comme vu précédemment, il passe par des échanges nourris avec les « praticiens experts » (Girin, 1990 ; Johnson *et al.*, 2007) que nous avons sollicités, dans le but de tenter de capturer leur expérience et leurs connaissances sur ce sujet.

Ceci nous a surtout conduit à adopter un certain éclectisme dans notre approche, en mobilisant diverses méthodes et théories comme préconisé par Langley (1999). Cet éclectisme est d'ailleurs affiché également par les fondateurs de la SaP qui considèrent que « *the need for plurality* » (Johnson *et al.*, 2007) caractérise le développement de la perspective puisque les pratiques de la stratégie peuvent être entendues comme des phénomènes institutionnalisés qui influencent l'action d'une variété d'acteurs ainsi que l'organisation, mais qui, en retour, sont imprégnés par les croyances de ces mêmes acteurs. Pour eux, il est difficile de saisir toute la richesse et la complexité de la formation de la stratégie, à travers le prisme d'une seule théorie ; il convient plutôt de « *search for and apply theories that better address practice and action* » (Johnson *et al.*, 2007)<sup>41</sup>. Les lunettes de la pratique doivent favoriser les croisements théoriques et permettre de relier des niveaux de lecture différents, notamment les niveaux verticaux entre macro, méso et micro. Cependant, cet éclectisme ne doit pas signifier incohérence épistémique et, pour le comprendre, il est indispensable de questionner sa légitimité dans notre démarche. Il convient d'en retrouver le cœur épistémologique commun, considérer en quoi il nous correspond, ainsi qu'à notre recherche, ce qui nous permettra ensuite de faire les choix méthodologiques adéquats.

Pour cela, la SaP propose diverses orientations philosophiques mettant les pratiques ordinaires au centre de leur approche et répondant ainsi à un souci de plus en plus pressant dans les sciences sociales contemporaines (Schatzi *et al.*, 2001). Elle entend se centrer sur une triple préoccupation : « *the extent and nature of agency, the relationship between micro and macro levels of analysis, and the nature and status of practical implications* »<sup>42</sup> (Johnson *et al.*, 2007). Il s'agit donc d'intégrer la dimension de la pratique, des pratiques et des praticiens et de s'inscrire dans un mouvement qui se veut une alternative à la rigidité des approches

---

<sup>41</sup> Notre traduction : « rechercher et appliquer les théories qui prennent le mieux en compte la pratique et l'action ».

<sup>42</sup> Notre traduction : « l'ampleur et la nature de l'agencement, la relation entre les niveaux micro et macro de l'analyse, ainsi que la nature et le statut des implications pratiques ».

basées sur des fondamentaux positivistes qui, sous couvert de rationalité, domine l'ensemble des champs de la recherche depuis près de deux siècles y compris en sciences de gestion (Toulmin, 2001 ; Dameron et Durand, 2011). Cette démarche trouve des origines anciennes avec, en particulier, les philosophes pragmatistes américains comme Peirce, James et Dewey qui, tous, soulignent l'importance de la pratique, de l'expérience et de l'action. Pour eux, la connaissance ne peut pas se résumer à une recherche purement intellectuelle d'une Vérité absolue, et l'action est à la fois productrice et moyen d'évaluation d'une connaissance utile et évolutive.

Ce positionnement s'explique par les origines même du courant de pensée pragmatiste qui, de la fin du XIX<sup>ème</sup> au début du XX<sup>ème</sup> siècle, va tenter de trouver une troisième voie entre les positionnements philosophiques absolutistes qui inscrivent l'Histoire, soit comme le produit d'une rationalité en marche, soit comme une perpétuelle lutte des classes. Influencés par les travaux de Darwin sur l'évolution de l'espèce, certains penseurs vont considérer qu'il y a articulation entre les êtres humains et leur environnement, avec des influences réciproques, porteuses de changements. Ils sont donc trois à avoir marqué le courant philosophique pragmatiste :

- Peirce (1839-1914), considéré comme le père du Pragmatisme, refuse ainsi les explications métaphysiques qui tendent à décrire le monde en dehors de toute expérience. L'expérience n'est pas ici entendue au sens positiviste mais de façon très large car elle incorpore aussi les émotions et les sentiments. Le pragmatisme de Peirce accepte les événements pour ce qu'ils sont, tout en postulant que les croyances influent aussi sur l'action.
- James (1842-1910) va ajouter un volet plus psychologique au Pragmatisme scientifique de Peirce, en considérant la vérité comme un événement mouvant relatif aux procédures de vérification expérimentale à une époque et à un contexte donné. Il annonce les théories de Popper (1934) pour qui, une proposition scientifique est une proposition réfutable.
- Dewey (1859-1952), quant à lui, va mettre le pragmatisme au service de la société. Face à la crise sociale et morale qui sévit durant l'entre-deux guerres, il souhaite favoriser une pensée qui serait en prise directe avec les aspects concrets de l'existence humaine, une pensée entre théorie et pratique de la démocratie. Il laisse une place au hasard, à la contingence et à l'expérience, plus qu'aux grands idéaux.

- Une vérité émerge de façon processuelle en fonction de son efficacité à apporter des solutions dans un contexte donné mais aussi en façonnant et en étant façonnée par ce dernier. La démarche d'enquête est centrale pour Dewey car elle permet de saisir les émergences de cette vérité mouvante ; les citoyens, à qui aura été donnée une éducation ouverte, doivent donc se comporter comme des êtres réflexifs à la recherche du bien commun.

En France, le Pragmatisme a eu quelques difficultés à se développer car il bouscule à la fois ce qui fait la force centrale du cartésianisme – c'est-à-dire l'idée même qui permet d'écrire à Descartes : « Je pense, donc je suis » – et aussi la notion d'*Habitus* chère à Bourdieu. Pourtant, il permet aux chercheurs en stratégie de trouver des lignes directrices intéressantes puisqu'il se recentre sur les actions et l'expérience, il redonne la parole aux acteurs et met l'emphase sur le besoin de connaissances utiles. Comme souligné par Johnson *et al.* (2007) :

« Strategy research from a pragmatist perspective is not about creating abstract generalizations, but about getting close enough to actors and their activities in order to help them be more effective in the field »<sup>43</sup>.

Mais si la SaP s'inscrit dans des courants philosophiques comme le Pragmatisme, cela ne suffit pas à donner un cadre épistémologique englobant et précis pour concevoir un canevas de recherche valable et y intégrer la méthodologie déployée. Certains chercheurs en stratégie appellent à la combinaison d'un travail épistémique intégrant le souci pragmatique, voire l'éthique (Martinet, 2007 ; Martinet, 2008) mais qui doit aussi favoriser la mise en œuvre d'une recherche à la fois de façon ouverte et rigoureuse. Il fallait donc que ce cadre soit redéfini et permette de dépasser la confusion qui existe parfois dans la SaP entre les niveaux philosophiques, épistémologiques et méthodologiques. La dimension épistémique semble relativement occultée de cette perspective qui considère, dans les textes fondateurs traitant un minimum de ce point (Balogun *et al.*, 2003 ; Jarzabkowski et Wilson, 2006 ; Johnson *et al.*, 2007 ; Jarzabkowski *et al.*, 2007), que les défis semblent plutôt du seul ordre méthodologique et qu'un ancrage philosophique comme le Pragmatisme (lorsqu'il est évoqué), suffit à donner un habillage épistémologique. C'est oublier que :

« [...] *le questionnement épistémologique [...] ne se limite pas à une réflexion méthodologique, et (il) vise à clarifier la conception de la connaissance, sur laquelle le travail de recherche reposera, et la valeur attendue des connaissances qui seront*

---

<sup>43</sup> Notre traduction : « La recherche en stratégie, dans une perspective pragmatique, n'est pas de créer des généralisations abstraites, mais de se rapprocher suffisamment des acteurs et de leurs activités, afin de les aider à être plus efficaces dans leur domaine ».

*élaborées*» (Avenier et Gavard-Perret, 2008).

Il doit aussi permettre d'assurer la solidité de la recherche, en facilitant une cohérence entre ses origines, comme son objectif, ainsi que la stratégie et les méthodes mises en œuvre pour y arriver.

En cohérence avec le rôle que la perspective SaP fait jouer à la pratique et au Pragmatisme (Schatzki *et al.*, 2001) mais d'une manière plus structurante, nous semble-t-il, nous nous sommes inscrits épistémologiquement dans un certain courant constructiviste et nous nous sommes appuyés sur le cadre développé par Avenier (2007) pour élaborer notre recherche. Sa mobilisation dans notre projet, nous a conduit à identifier un certain nombre de limites de ce cadre, que nous nous sommes efforcés de surmonter au fur et à mesure de l'avancement du projet : les aménagements présentés dans le paragraphe 3.1.3 résultent de cet effort de conceptualisation du travail ; ils n'ont été possibles qu'en étant particulièrement vigilant au référentiel épistémologique que nous allons ici préciser.

### **3.1.2. Les « sciences de l'artificiel » et le « paradigme épistémologique constructiviste pragmatique »**

Le positionnement de la recherche doit beaucoup à la sensibilité du chercheur mais il est aussi fait de rencontres. Pour ce travail, nous avons vu qu'il nous était essentiel de partir des praticiens et de la Pratique avec une approche où l'expérience et l'utilité auraient la parole et en accord avec une philosophie de la vie qui nous correspondait. Cette position nous rapproche de la perspective SaP et du courant philosophique pragmatiste. Nous nous retrouvons particulièrement dans Peirce qui souligne l'importance de l'expérience de l'action et l'intuition dans la connaissance. Ces derniers points sont probablement dus d'une part, à notre culture d'origine italienne ancrée dans le faire comme vecteur de connaissance et à l'image de l'éducation reçue sur les modèles prônés par Maria Montessori et d'autre part, à notre expérience professionnelle sur les marchés financiers où la pensée intuitive occupait une place capitale. Cependant, il est difficile d'en rester là pour une démarche scientifique entendue dans une approche élargie mais répondant à des critères de rigueur et d'éthique comme souligné entre autres par Piaget, Morin ou Le Moigne. Bien que l'on ne fasse de la recherche qu'à partir de ce que l'on est, s'il est important de se connaître pour appréhender son terrain de recherche, il reste indispensable de trouver une inscription scientifique adéquate et les mots pour le dire afin d'éclairer toute la démarche développée et la rendre accessible sur plan académique comme pratique. En ce qui nous concerne, nous avons le sentiment que

notre positionnement restait encore flou malgré les points d'ancrage de la Pratique et du Pragmatisme et si nous reprenons notre image du chercheur idéal, il lui manquait la dimension qui allait lui permettre de rester bien ancré les pieds sur terre dans une démarche scientifique valable. Nous ne nous retrouvons pas dans le paradigme positiviste encore prégnant en sciences de gestion mais de plus en plus attaqué (Le Moigne, 1990 ; Martinet, 1990). La rencontre et l'échange avec des chercheurs se réclamant du constructivisme, nous ont éclairé car proposant un paradigme suffisamment ouvert pour intégrer nos préoccupations et élaborer un canevas de recherche cohérent. Parmi ces rencontres, Marie-José Avenier nous a guidé pour éviter les écueils d'un paradigme souvent foisonnant et c'est donc à partir de ses propres travaux en la matière que nous avons construit notre recherche. Elle a su nous faire comprendre comment un paradigme est un système de croyances relatives à ce qu'est une science, à ce qu'elle étudie et de quelle manière (Avenier et Gavard-Perret, 2008) et comment les recherches en sciences de gestion sont orientées principalement entre deux grandes familles que sont le positivisme et le constructivisme. Elle nous a permis de nous situer dans les courants de pensée variés du constructivisme et dans des termes ou qualificatifs parfois utilisés avec des significations trompeuses. Pour ce faire, elle a fait un travail de repérage, de classification et d'élaboration d'un cadre de recherche (Avenier, 2007, 2010, 2011) que nous nous sommes ici réapproprié car il permettait de dépasser les remarques faites aux travaux constructivistes en facilitant un positionnement, ouvert mais rigoureux, pour espérer construire un projet cohérent.

### **3.1.2.1. Les sciences de l'artificiel**

Au-delà du discours parfois évoqué par la SaP autour du pragmatisme, il convient de s'inscrire dans un cadre scientifique suffisamment englobant et qui semble le plus en phase avec le type de connaissance espérée du monde que nous proposons d'étudier. Pour cela, nous sommes en adéquation avec Bachelard (1934) pour qui la démarche scientifique ne peut pas s'inscrire dans une démarche unitaire, mais au contraire dans une dialectique que Morin (1982) qualifiera plus tard de « dialogique ». Il y a oscillation constante entre expérience et raison ; cette dernière ne peut donc pas être toute puissante comme pourrait le laisser penser le paradigme positiviste dominant les sciences pendant des décennies. C'est pourtant dans ce paradigme épistémologique que les sciences de gestion, en quête d'une certaine reconnaissance, se sont souvent et longuement inscrites. Mais, c'est oublier que ces sciences – au demeurant souvent qualifiées de molles, terme que nous trouvons péjoratif – et particulièrement le management stratégique, sont le fruit non pas de seuls phénomènes

naturels mais aussi d'êtres humains qui les façonnent. Au cadre assez unitaire et totalisateur – ce qui a fait d'ailleurs sa force – des sciences naturelles ou exactes, nous préférons le cadre des sciences de l'artificiel tel que développé par Simon (1969, rééd. 2004).

Simon propose ainsi un modèle général de science pour les disciplines qui étudient des phénomènes qui ne sont pas seulement portés par des lois naturelles, mais souvent issus d'artifices humains. Le monde qui nous entoure n'est pas le produit unique de la Nature, il est aussi l'expression de systèmes complexes modelés plus ou moins intentionnellement par l'homme pour répondre à tel ou tel besoin ou situation. Tout phénomène relevant plus ou moins de l'artificiel est lié à un contexte particulier et va se transformer en fonction des apprentissages et des évolutions d'objectifs. Il y existe des contingences fortes qui modulent les systèmes façonnés par une main humaine. Ils ne peuvent donc pas être correctement appréhendés par le modèle des sciences de la nature. Les sciences de gestion sont particulièrement ouvertes à une approche par les sciences de l'artificiel car, que sont les organisations, leurs règles et leurs modèles de changement si ce n'est des artefacts ? Elles ont longtemps été étudiées dans une perspective scientifique correspondant aux sciences de la nature car l'analyse construite sur le paradigme des sciences classiques comme la biologie, semblait la seule adéquate mais avec le développement de sciences plus conceptuelles comme l'informatique, cette position nous semble quelque peu réductrice. Les sciences de l'artificiel offrent une perspective plus large qui dépasse la simple analyse pour remonter au cœur de la conception de systèmes complexes car intégrant la dimension humaine.

Comme souligné par Avenier et Gavard-Perret, (2008), le archétype des sciences de l'artificiel permet :

*« [...] de développer des moyens pour comprendre l'enchevêtrement de multiples projets humains évolutifs, leurs interrelations et leurs rapports avec des régulations perçues comme naturelles, en vue de la conception d'artefacts (objets artificiels) évolutifs destinés à fonctionner dans des environnements eux-mêmes susceptibles d'évoluer ».*

Cet archétype est cohérent avec la vision pratique et pragmatique de la SaP. Il offre une approche intégrative pour les diverses positions prises par les chercheurs en sciences sociales, soucieux de dépasser le strict cadre offert par les sciences naturelles. Comme le précisent Charreire et Huault (2001), il « révèle une grande diversité, se nourrissant des courants disciplinaires et philosophiques nombreux ». À ce titre, il assimile aussi selon nous l'approche pragmatique pour qui une connaissance objective du réel n'est pas possible puisque nous ne pouvons pas disjoindre les idées de leurs conditions humaines d'élaboration. Même s'il n'y a pas systématiquement association entre archétype des sciences naturelles et positivisme,

d'une part, et archétype des sciences de l'artificiel et constructivisme, d'autre part, Avenier (2010) donne à voir les cohérences entre la conceptualisation de Simon et ce qu'elle a qualifié de paradigme épistémologique constructiviste radical puis pragmatique. C'est cette approche qui constitue l'ossature de notre recherche, elle en a au moins facilité le cadre.

### **3.1.2.2. Le paradigme épistémologique constructiviste pragmatique de la recherche (PECP)**

Le cadre initial d'Avenier (2007) a été développé dans un paradigme épistémologique constructiviste. Si les recherches, menées selon ce cadre, ne sont pas légitimables dans les paradigmes épistémologiques positivistes, elles le sont dans les paradigmes épistémologiques constructivistes. Comme il règne encore une grande confusion autour de ces paradigmes (Avenier et Gavard-Perret, 2008), il ne nous paraît pas indispensable de tous les rappeler ici, mais de reprendre rapidement la distinction faite par Avenier (2010) entre les deux courants principaux que sont celui de Guba et Lincoln (1989, 1998) et celui de von Glasersfeld (1974, 1988, 2001, 2005), puis de bien nous limiter à celui qui a été le plus porteur pour notre recherche. Nous nous focaliserons donc sur le dernier, qui a aussi l'avantage de reposer sur des hypothèses fondatrices explicitées et argumentées avec précision : le paradigme épistémologique constructiviste radical au sens de von Glasersfeld qu'Avenier (2010) a ensuite requalifié de « pragmatique », car en corrélation avec l'approche de Dewey et pour éviter le terme parfois mal compris de « radical ».

Charreire et Huault (2001) ont souligné qu'un nombre croissant de recherches en management stratégique se réclament du constructivisme, mais souvent avec des discordances majeures (Riegler, 2010) qui peuvent faire penser que le constructivisme n'est qu'un habillage épistémologique sans épaisseur dont peut se parer le chercheur pour aller jusqu'à cacher un manque de rigueur scientifique. Avenier (2010, 2011) précise qu'il existe diverses approches constructivistes. Elles sont soit des théorisations qui n'ont pas vocation de paradigme épistémologique, comme c'est le cas avec le socioconstructivisme (Berger et Luckmann, 1966), avec celle de Knorr-Cetina (1983), celle de Latour et Woolgar (1988) ou encore le constructionnisme de Gergen (2001). Elles peuvent aussi constituer des paradigmes épistémologiques qui conviennent à notre démarche intégrant l'influence du social dans la connaissance.

Les deux paradigmes les plus aboutis dans la famille constructiviste sont le paradigme épistémologique constructiviste (PECGL) selon Guba et Lincoln (1989, 1998) et le paradigme épistémologique constructiviste radical selon von Glaserfeld (1988, 2001, 2005) puis repris

par Le Moigne (1990, 1995, 2002, 2003, 2004). Ils ont un point commun fondateur essentiel qui est la non séparation possible entre le système observant et celui observé, ce qui fait de l'élaboration de la connaissance « un acte de construction de représentations intelligibles forgées par des humains pour donner un sens aux situations dans lesquelles ils se trouvent » (Avenier, 2011). Il n'y a donc pas de Vérité absolue. Cependant, pour Guba et Lincoln, ce qui se rapproche d'une notion de Vérité, est une représentation qui fait consensus à un moment donné tandis que pour von Glaserfeld (1988) : « la connaissance ne reflète pas une réalité ontologique "objective", mais concerne exclusivement la mise en ordre et l'organisation d'un monde constitué par notre expérience ». Il s'inscrit donc dans le principe du *verum/factum* de Vico (1710, rééd. 1993) et des philosophes pragmatistes. Avenier (2011) précise que :

*« [...] dans le PECGL, on postule que le réel ontologique est relatif, alors que dans les paradigme épistémologique constructiviste radical, on ne postule aucune hypothèse concernant le réel ontologique, et on se donne pour projet de développer des connaissances relatives à l'expérience humaine de ce réel susceptible de fournir des repères convenant à cette expérience et viables pour progresser vers les buts que l'on a choisis ».*

Ce projet a donc été développé dans un cadre épistémologique susceptible d'accueillir la démarche de recherche retenue pour tenter d'élaborer des connaissances valables, afin d'une part, de participer à l'avancée des connaissances académiques en management stratégique et d'autre part, de participer à un renouvellement des pratiques managériales (Le Moigne, 1982 ; Weick, 1989 ; Martinet, 1990). Il s'agit d'une épistémologie constructiviste (Piaget, 1967a) qu'Avenier (2008) a dans un premier temps repris comme « paradigme épistémologique constructiviste radical » puis « pragmatique ». C'est un constructivisme « allant aux racines » et s'appuyant sur quelques hypothèses fondatrices qui sont (Glaserfeld, 2001 ; Le Moigne, 2002 à 2004 ; Riegler, 2001) :

- « - H1 : Est connaissable, le réel tel qu'expérimenté par un sujet connaissant.*
- H2 : Le sujet exprime sa connaissance de son expérience du réel sous la forme de constructions symboliques appelées représentations.*
- H3 : La connaissance d'un phénomène est téléologiquement et récursivement orientée par l'action cognitive délibérée de construction effective d'une représentation de ce phénomène » (Avenier, 2008).*

Dans ce paradigme épistémologique, la connaissance d'un phénomène dépend à la fois du ou des buts pour lesquels elle est développée et du contexte dans lequel elle est développée. Il en ressort que la connaissance peut évoluer en fonction des buts et du contexte si ceux-ci changent. De plus, la connaissance développée peut à son tour modifier par rétroaction la connaissance préalable qui a servi à la développer.

L'acte de postuler les hypothèses ci-dessus a évidemment des conséquences majeures sur la conception de la généralisation et de la légitimation de savoirs, dans ce paradigme. Ainsi, Avenier (2007) propose de définir la généralisation de savoirs dans les paradigmes épistémologiques constructivistes comme une généralisation verticale (David, 2004), c'est-à-dire comme visant à établir des savoirs génériques plutôt que des relations causales substantives supposées valables indépendamment de tout contexte. Des énoncés génériques expriment des savoirs relatifs à des genres de phénomènes plutôt qu'à des cas particuliers (épisodes ou événements). Ainsi, les savoirs génériques s'expriment sous la forme de méta modèles, de *frameworks* au sens de Porter (1991) ou Jarzabkowski et Wilson (2006) articulant des propositions génériques de niveaux conceptuels éventuellement différents. Par ailleurs, selon Piaget (1967a) et Le Moigne (1990), la légitimation de savoirs repose sur une critique épistémologique rigoureuse des processus d'élaboration de ces savoirs ainsi que de ces savoirs eux-mêmes, réalisée tout au long de la recherche par le chercheur lui-même – ainsi que, possiblement, *ex post* par toute personne s'intéressant aux savoirs ainsi élaborés, quel que soit son statut professionnel (chercheur ou praticien). À la suite de Martinet (2000), nous désignerons par *travail épistémique* ce travail de critique épistémologique.

Dans les paradigmes épistémologiques constructivistes, les savoirs élaborés ont le statut d'hypothèses plausibles (Le Moigne, 1995), légitimées d'une certaine manière, que le chercheur est tenu de décrire précisément et argumenter. Le Moigne (1995) propose le critère d'enseignabilité pour exprimer la reconnaissance, dans un certain contexte socioculturel, de la légitimité de savoirs telle qu'argumentée par le chercheur qui les a élaborés. Afin de souligner l'importance du travail de mise en forme des énoncés dans le processus de recherche ainsi que les possibilités spécifiques qu'offre l'écrit en matière de diffusion, de mémorisation, de consultation, et plus généralement de traitement de l'information à la demande, Avenier (2009) préfère parler de « savoirs enseignables publiés ». La signification du qualificatif « publié » n'est pas limitée aux textes publiés dans les revues dites académiques. Sont également pris en considération, ceux publiés dans des ouvrages, dans des actes de colloque/congrès à comité scientifique, et dans des revues professionnelles. La publication de savoirs dans ces différents lieux témoigne d'une reconnaissance de leur légitimité (telle qu'argumentée par le chercheur), par les membres du comité éditorial de la revue – académique ou professionnelle – ou de la maison d'édition, ou encore du comité scientifique du congrès/colloque.

Ces savoirs ne visent pas à être utilisés dans une perspective prédictive ni comme des règles normatives à suivre impérativement. Ils visent à être utilisés comme des repères heuristiques destinés à susciter la réflexion, éclairer des situations problématiques, et/ou stimuler l'action créative en montrant éventuellement des voies plausibles pour atteindre certains buts. C'est ce que nous allons nous efforcer de faire par la suite, ceci à partir d'un canevas de la recherche, spécifiquement issu de l'articulation pratiques/théories avec un paradigme épistémologique constructiviste pragmatique dans lequel se construit une connaissance ancrée sur l'expérience de l'action et généralisable au sens défini précédemment. La légitimation des savoirs élaborés exige un haut niveau d'explication du travail épistémique et empirique effectué avec un souci constant de rigueur critique et d'éthique pour le recueil et le traitement des informations (Le Moigne, 1995, 2007 ; Avenier 2010, 2011).

### **3.1.3. Le canevas de la recherche**

Ayant précisé le contexte épistémologique de cette thèse, nous pouvons maintenant présenter la manière dont le cadre d'Avenier (2007) a été adapté et prolongé (Avenier, 2009), en liaison, entre autres, avec sa mise en œuvre dans le cadre de la présente thèse (Avenier et Gialdini, 2009a, 2009b). Ce cadre a servi de base pour penser notre canevas de recherche. Nous n'utiliserons cependant plus ici le qualificatif « méthodologique » attribué par Avenier (2007) car nous estimons qu'il prête à confusion en laissant croire qu'il s'agit d'une méthode alors que pour nous, c'est un *design* favorisant la passerelle entre théories et pratiques mais aussi entre épistémologie et choix des techniques méthodologiques à mettre en œuvre mais non précisées à ce stade. Il permet l'organisation du travail de recherche dans le cadre du positionnement épistémologique retenu et favorise une forme de rigueur attendue dans un approche scientifique entendue au sens large, c'est à dire ouverte aux sciences de l'artificiel comme déjà évoqué.

#### **3.1.3.1. Un cadre visant à capturer l'expérience des praticiens**

En mobilisant le cadre initial d'Avenier (2007) pour concevoir notre projet de recherche, il nous était malaisé de saisir ce qui nous conduirait à développer des savoirs enseignables et publiables dans un projet de recherche construit à partir d'une problématique pratique. Les aménagements du cadre, proposé par Avenier (2007) dans cette partie de la recherche, traduisent la manière dont nous envisageons la construction du potentiel de contribution académique dans un projet de recherche conçu en référence à ce cadre, ceci en conservant son

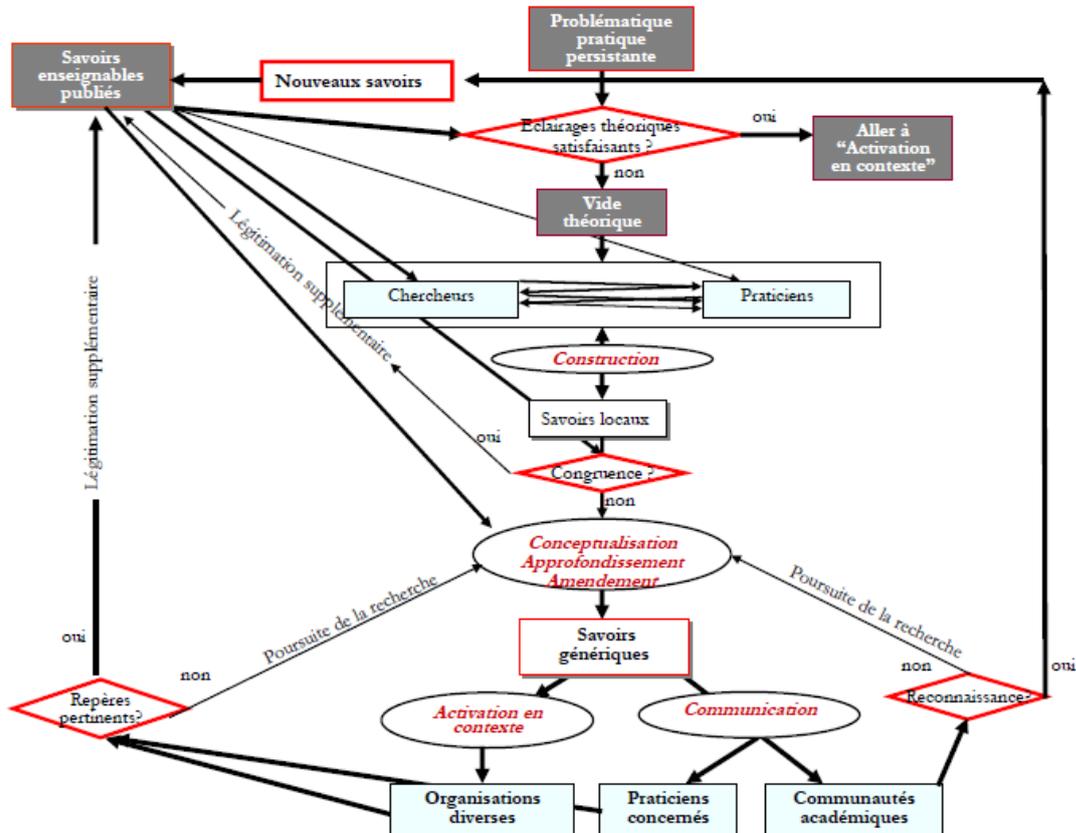
organisation autour des cinq processus fondamentaux initiaux. Un travail de clarification de la notion de savoirs actionnables a, en revanche, conduit Avenier (2009) à abandonner la notion de « savoirs actionnables génériques » et de ne conserver que celle de « savoirs génériques ». De plus, la volonté de mettre en exergue la manière dont peut se construire le potentiel de contribution académique d'un projet de recherche conçu selon ce cadre a aussi conduit Avenier (2009) à faire apparaître dans le schéma un certain nombre de tests et à détailler certains aspects qui n'apparaissent pas dans Avenier (2007), tels que les notions de « savoirs enseignables publiés », de « problématique pratique persistante » et de « vide théorique ».

La structure générale du cadre reste organisée autour de cinq processus interconnectés, déjà présents dans Avenier (2007). Ce sont :

- 1- la conception du canevas de la recherche,
- 2- la construction de savoirs locaux,
- 3- l'élaboration de savoirs génériques par conceptualisation de savoirs locaux,
- 4- la communication de savoirs génériques,
- 5- l'activation de savoirs génériques

Ces processus sont symbolisés par des ellipses positionnées sur des flèches.

**Schéma 11. Cadre pour l'élaboration de savoirs à partir de l'expérience de praticiens**



**Légende :**

- Processus ou mise en relation unidirectionnelle. Une flèche bidirectionnelle signifie que le processus est potentiellement itératif
- Input, destination ou output d'un processus
- Nom du processus
- ◇ Test

Source: Avenier (2009).

Cette figure se lit essentiellement de haut en bas.

**3.1.3.2. Les apports rendus possibles par ce cadre**

L'acte de fonder notre démarche sur ce cadre nous a conduit à adopter une perspective qui n'aurait probablement pas été envisagée dans une étude de cas classique, c'est-à-dire une étude de cas qui ne cherche pas délibérément à capturer l'expérience et les connaissances de praticiens. En effet, ce sont les praticiens qui nous ont aidé à mettre en évidence, dans un premier temps, la problématique pratique persistante alors même qu'au début de la recherche, les marchés financiers n'étaient pas encore en crise, et que pour un observateur extérieur,

l'activité de *brokerage* ne semblait pas souffrir de tensions ou d'une éventuelle remise en cause de ses pratiques.

En parallèle, cette problématique a été confrontée à la littérature existante. Là encore, c'est l'interaction chercheurs praticiens qui a conduit à identifier le « vide théorique ». En effet, la consultation de la littérature académique incitait plutôt à s'arrêter soit aux arguments développés en microstructure des marchés (Benston et Smith, 1976) et concevoir un projet de recherche visant à étudier l'utilité du *brokerage* au niveau macro (Hackett, 1992), soit aux arguments liés aux développements en sociologie de la finance (Adler et Adler, 1984 ; Baker, 1984 ; Abolafia, 1996 ; Knorr-Cetina et Preda, 2005) et contribuer à mieux comprendre les activités des acteurs du *brokerage*. Dans ces deux cas, le travail de recherche aurait essentiellement cherché à mettre à l'épreuve les savoirs académiques existants puis éventuellement à les amender, mais en restant à l'intérieur du cadre théorique choisi. Le « vide théorique » indiqué sur la figure précédente n'aurait pas pu émerger, et encore moins le projet visant à tenter de le dépasser.

En soulignant à chaque rencontre les tensions entre les niveaux macro et micro de leur activité, les praticiens nous ont incité à ne pas nous limiter à appréhender la problématique pratique initiale à partir de seulement l'une des deux perspectives, si nous voulions que notre contribution puisse avoir un apport pratique susceptible de leur paraître éclairant. Par exemple, lorsque nous nous sommes présentés avec des grilles de lecture issues de la finance, certains praticiens ont réagi en déclarant qu'ils connaissaient ces théories mais que dans la pratique, ce n'était pas si simple car il fallait intégrer la part humaine des marchés financiers à l'image de ce qu'ils faisaient dans leur activité quotidienne. Autrement dit, c'est la recherche de pertinence pratique qui a stimulé l'orientation du projet de contribution académique.

Enfin, la notion de légitimité de l'activité de *brokerage*, qui va se révéler centrale aux savoirs génériques élaborés au cours de la recherche, a émergé à la fois d'interactions avec des praticiens et d'échanges avec des pairs dans le cadre de communications académiques relatives au projet de recherche. Ainsi, une étude du discours des praticiens a fait émerger diverses notions que nous reprendrons en détail dans les chapitres suivants et qui semblaient constituer les fondements du *strategizing* pour l'activité étudiée, telles que, entre autres : l'expertise, le pouvoir, la réputation. En recoupant tous les entretiens, c'est la légitimité de l'activité (dans son maintien comme dans son évolution) qui nous est apparue relier l'ensemble des autres notions identifiées, et être à l'interface de la Pratique, des pratiques et des praticiens. Nous verrons que c'est autour d'elle que semble se construire le sens de

l'action stratégique. En parallèle, au cours de communications académiques sur le projet de recherche, des auditeurs ont émis l'idée que la question de la légitimité de l'activité pouvait être centrale à la formation de la stratégie dans le cas du *brokerage*, allant ainsi dans le sens de ce dont nous avons eu l'intuition lors des premiers traitements effectués de notre matériau empirique.

### **3.1.3.3. Un cadre favorisant l'enrichissement réciproque entre théorie et pratique**

Les cinq processus autour duquel s'articule le cadre offrent des occasions d'enrichissement réciproque de la pratique par la théorie, et inversement. En effet, la démarche de recherche présentée repose sur le postulat selon lequel les membres d'une organisation, et en particulier les managers, sont susceptibles de développer dans leur expérience professionnelle certaines connaissances en matière de management (Johnson *et al.*, 2007) qui correspondent à des « vides théoriques ». Ainsi, certains projets de recherche conçus en référence au cadre présenté ci-dessus sont susceptibles de conduire à des savoirs académiques élaborés à partir de connaissances pratiques. Autrement dit, ce cadre offre des possibilités d'enrichissement de la théorie par la pratique, via les interactions entre le chercheur et les praticiens dans les différents processus.

Inversement, l'expérience de notre projet de recherche montre que chacun de ces processus offre des occasions « d'enrichissement de la pratique par la théorie ». Ainsi, le questionnement du chercheur sur leurs pratiques et leur expérience amène en général les praticiens à réaliser des opérations mentales qui, selon leurs dires, leur sont assez inhabituelles : se construire des représentations (au sens de l'hypothèse H2 du paragraphe 3.1.2.2) de leurs pratiques et réfléchir sur ces représentations. La manière dont leurs vues sont ensuite intégrées aux savoirs locaux développés, leur offre une occasion de retour réflexif dont certains praticiens pourront tirer parti, ce qui peut ensuite susciter un enrichissement de leurs pratiques. Par exemple, dans le cas du *brokerage*, certains praticiens revus nous ont dit avoir tenté d'aller plus loin à la suite des entretiens – notamment en se tournant vers des lectures académiques inhabituelles pour eux. La plupart des managers de société de bourse rencontrés nous ont aussi demandé de revenir pour présenter le travail de recherche terminé à leurs équipes, et s'ils pourraient s'en inspirer dans leur réflexion autour du développement d'un nouveau *business model*.

C'est une des finalités de la communication de savoirs génériques lors de conférences intra ou inter organisationnelles que de contribuer à l'enrichissement de pratiques. Certains

échanges oraux lors de telles présentations peuvent donner à penser que certaines des notions présentées ont retenu l'attention de certains membres de l'auditoire. Cependant, il n'est pas possible à ce moment-là de savoir dans quelle mesure, ni de quelle manière, ces notions pourront effectivement contribuer à enrichir les pratiques de ces personnes. Le seul moyen pour le savoir est de se rendre ensuite dans leur organisation pour étudier s'il y a effectivement eu des changements. Ceci nous amène au dernier processus, l'activation de savoirs génériques. Ce processus, par définition, est celui qui est le plus à même de conduire à un enrichissement de pratiques par la théorie. En général, une première difficulté est de trouver des organisations partenaires, mais comme déjà évoqué, dans le cas de notre projet de recherche, celles qui ont pris part au projet se portent parfois volontaires pour s'engager également dans ce processus.

Cependant, concilier des outils méthodologiques en adéquation avec notre positionnement épistémologique et intégré dans notre cadre ne fut pas aisé. Comme déjà noté par Tsoukas (1994), la connaissance contextuelle (tirée des récits de praticiens) ou les savoirs locaux rend difficile la généralisation, à moins de cumuler de nombreuses histoires qui vont raconter toutes le même phénomène, vu et compris par des acteurs différents. Il s'agit d'un travail d'une grande ampleur et le chercheur (Calori, 2001) doit alors garder constamment à l'esprit toute une série de conseils :

*« (1) sélectionner les auteurs de récits en fonction de critères d'expérience et d'expertise, (2) analyser le contenu de leurs récits et traduire leur expression littérale en une formulation conceptuelle rigoureuse, (3) évaluer formellement la logique de chaque théorie individuelle (5) agréger les connaissances individuelles en une base de connaissance collective ».*

De plus, c'est sans compter que les rencontres avec la Pratique peuvent aussi se faire sous d'autres formes que les entretiens directs avec les praticiens. Pour notre mise en œuvre méthodologique, nous nous sommes alors appuyé sur une méthode générale en harmonie avec notre cadre demandant divers allers/retours. Nous l'avons adaptée à notre positionnement épistémologique et y avons croisé divers outils méthodologiques.

### **3.2. Mise en œuvre de la méthodologie**

Comme précisé auparavant, notre projet s'inscrit dans une démarche systémique et consiste à créer des connaissances académiques à partir des pratiques et de l'expérience des *brokers*. Il s'agit, pour reprendre Avenier (2008), dans :

« [...] un cadre de modélisation et de raisonnement ouvert [...] de favoriser la prise en compte effective de la complexité des organisations sociales dans l'élaboration de connaissances actionnables [...] destinées à constituer des repères heuristiques pour susciter le questionnement, éclairer des situations problématiques et/ou stimuler l'action créative ».

On puise donc à la source dans la lignée de von Glaserfeld (1988) quand il définit une pensée qui conduit :

« [...] à l'affirmation que l'être humain – et l'être humain seulement- est responsable de sa pensée, de sa connaissance, et donc de ce qu'il fait. [...] Nous n'avons personne d'autre à remercier que nous-même pour le monde dans lequel nous pensons vivre. [...] Nous construisons la plus grande partie de ce monde inconsciemment, sans nous en rendre compte, simplement parce que nous ne savons pas comment nous le faisons. ».

Pour suivre von Glaserfeld (1988), il va donc s'agir non seulement d'étudier les opérations par lesquelles les brokers agissent et interagissent pour constituer leur expérience du monde de l'intermédiation et au-delà, du système financier lui-même mais aussi, de co-construire une prise de conscience (parmi d'autres) de ces façons de faire.

Pour mener à bien cela, nous avons pensé que l'approche méthodologique proposée par la « Théorie enracinée » ou *Grounded Theory*<sup>44</sup> (dorénavant GT dans le texte), d'abord conceptualisée par Glaser et Strauss (1967), pouvait bien se justifier dans le paradigme épistémologique constructiviste pragmatique et s'accorder avec le canevas de la recherche développé par Avenier (2007, 2009). La GT nous est apparue comme particulièrement adaptée pour étudier un processus *in vivo* et faire émerger non seulement la question de recherche mais aussi développer une montée conceptuelle à partir de notre terrain. Elle demande une approche cyclique en phase aussi avec une analyse de processus. Nous avons donc opéré à de constants allers-retours entre la collecte des données et diverses approches théoriques dans une démarche d'analyse systématique (Strauss et Corbin, 1994). Nous nous sommes appuyé, comme recommandé par Glaser et Strauss (1967), sur la combinaison de diverses approches qualitatives et sur un certain degré d'interactionnisme (Charmaz, 2006) qui nous ont demandé des adaptations pour en faire une sorte de « *guide line* » en harmonie avec le canevas de notre recherche. Il a fallu dépasser certaines limites rencontrées lors de la mise en œuvre tout en mixant des données d'origines diverses pour « tirer un savoir théorique susceptible d'éclairer la pratique » (Giordano, 2003). Nous allons maintenant décrire ce travail de mise en œuvre méthodologique.

---

<sup>44</sup> Nous préférons le terme anglais de *Grounded Theory* car il est directement lié aux fondateurs de cette approche alors que les expressions françaises couvrent souvent des interprétations ou sont déjà des adaptations.

### **3.2.1. Une démarche inspirée de la « *Grounded Theory* »**

La GT a permis une construction itérative cohérente avec notre positionnement épistémologique et intégrée au canevas développé par Avenier (2007, 2009). Elle a déjà été utilisée en management (Locke, 2001) et en systèmes d'information (Orlikowski, 1993) mais aussi occasionnellement sur le terrain de la finance – notamment, lorsqu'il s'est agi de questions de recherche liées à l'information et à son échange sur les marchés comme le développent les travaux de Gibbins, Richardson et Waterhouse (1990) ; Barker (1998) ; Holland (1998). Plus récemment en France, le travail doctoral d'Isabelle Chambost (2007) sur la formation du jugement dans le secteur de l'analyse financière souhaitait, comme nous, « porter un autre regard émergent » sur ce que pouvaient exprimer les praticiens des marchés financiers par « une approche (soucieuse) de saisir une partie de la complexité du processus ». Pour bien comprendre la GT, son évolution, ses limites et les adaptations que nous en avons faites, il faut tout d'abord la situer dans son contexte d'origine.

#### **3.2.1.1. Origines, fondements et évolutions de la *Grounded Theory***

La GT a été développée dans les années 1960 par deux sociologues, Glaser et Strauss, en réaction au positivisme et au recours systématique à des approches quantitatives qui régnaient alors dans les sciences sociales. Ils ne partageaient pas l'idée que le social était similaire aux phénomènes naturels et répondait à un ordre des choses universel et préétabli, une Vérité ou une grande théorie explicative du monde. Glaser et Strauss étaient plus influencés (Suddaby, 2006) par les travaux sur le Pragmatisme de Peirce ou par le symbolisme interactionniste de Mead ou Cooley pour qui la vérité scientifique n'existe pas en tant que telle mais « *empirical "reality" is seen as the ongoing interpretation of meaning produced by individuals engaged in a common project of observation* »<sup>45</sup>. Ils souhaitaient proposer une alternative robuste aux méthodes alors dominantes tout en évitant de tomber dans les critiques faites à cette époque aux approches qualitatives souvent jugées comme porteuses de biais, impressionnistes, voire anecdotiques. Ils se sont donc placés en rupture avec le consensus méthodologique de l'époque en offrant une démarche de recherche qualitative avec un développement consensuel et systématique suivant un esprit propre susceptible de permettre de générer du théorique.

Ils ont voulu construire une méthode « enracinée, engendrée et développée en interaction avec les données collectées » (Strauss et Corbin, 1994). C'est donc l'observation de

---

<sup>45</sup> Notre traduction : « la réalité empirique vue comme une interprétation ou une création de sens en cours produite par des individus engagés dans un projet d'observation ».

situations, d'actes qui est au centre de la méthode par un jeu de nombreux allers-retours entre empirie, analyse et théorisation.

Le sujet se construit alors peu à peu et la démarche se fonde ainsi sur :

- « - Une collecte et une analyse des données en corrélation directe pour favoriser les émergences théoriques, ceci à travers des **comparaisons constantes** entre ce qui ressort de l'analyse et ce qui se passe sur le terrain afin de dégager des catégories.
- Un processus de codage avec des étapes variables selon les divers contributeurs à la méthode, favorisant des émergences d'idées qui vont progressivement être conceptualisées en **catégories** ou échantillons et intégrées jusqu'à former un cadre théorique d'ensemble. » (Charmaz, 2006).

Suddaby (2006) souligne l'importance des deux points clés : les comparaisons constantes contredisent ce qu'il appelle le « mythe positiviste » d'une séparation tranchée entre collecte et analyse tandis que la mise en œuvre d'un échantillonnage théorique « viole » le test d'hypothèse de données par rapport à une théorie déjà existante, pour favoriser l'interprétation, voire l'innovation, à travers l'émergence de catégories d'idées pouvant aller jusqu'à de la théorisation.

Cependant, peut-être en partie à cause du *background* différent des deux fondateurs mais aussi du champ épistémologique dominant de l'époque, la GT va connaître des variations importantes en matière d'évolution et d'application. Même si Glaser et Strauss ont toujours affirmé qu'une mise en œuvre flexible et sans dogme de la méthode était à privilégier, ils vont diverger provoquant et entretenant ainsi une grande confusion autour de la GT. Glaser (1992, 1998) va maintenir une approche qui demande au chercheur une immersion totale dans son terrain, tandis que Strauss avec Corbin (1990, 1998) vont proposer une démarche très axée sur la primauté du codage et la précision des étapes à suivre. On a pu alors reconnaître au premier une grande liberté laissée au chercheur en matière de créativité mais avec de forts risques de dérapages, et aux seconds, une méthode plus précise mais trop systématique et formaliste. Des chercheurs ont tenté de dépasser ce schisme pour faire des propositions permettant une application de la GT dans le contexte académique actuel, c'est-à-dire plus ancrée sur le plan épistémologique et en l'utilisant comme un *guideline* et des outils plutôt qu'une recette figée. Il s'agit en particulier de Locke (2001), Goulding (2002) et Charmaz (2000, 2006). Cette dernière suggère ainsi « [...] *a simplified, constructivist version of grounded theory... (with) emphases on action and process* »<sup>46</sup> (Charmaz, 2000). Elle définit le processus dans la logique du pragmatisme qui implique un système de boucles rétroactives où le présent émerge avec de

---

<sup>46</sup> Notre traduction : « une version simplifiée et constructiviste de la théorie... l'accent étant mis sur l'action et les processus ».

nouvelles caractéristiques, même mineures, mais toujours indéterminées (Mead, 1932).

Il ressort que la GT peut être appliquée de façon non orthodoxe dans la seule lignée soit de Glaser, soit de Strauss et Corbin. Nous avons pris le parti de conserver son cœur originel – pour rappel les comparaisons constantes et les catégories vues plus haut –, et considéré qu'elle est appropriée comme démarche pratique pour conduire une recherche axée sur le processus (Langley, 1999 ; Charmaz, 2006 ; Suddaby, 2006) qui cherche à capturer « *the actual production of meanings and concepts used by social actors in real settings* »<sup>47</sup> (Gephart, 2004). Nous avons envisagé l'application de la GT comme une méthode facilitant la co-construction d'une connaissance avec des praticiens dans leur contexte car, comme le précise Turner (1983) :

« This approach to qualitative data promotes the development of a theoretical account which conforms closely to the situations being observed, so that the theory is likely to be intelligible to and usable by those in the situations observed and is open to comment and correction by them »<sup>48</sup>.

Il faut souligner ici que la notion de théorie ne doit pas s'entendre stricto sensu : pour les fondateurs de la GT, une théorie est plus à comprendre comme une connaissance valable ou légitime dans le sens entendu dans le paragraphe précédent.

« Theory consists of **plausible** relationships proposed among **concepts** and **sets of concepts**. [...] Without concepts, there can be no propositions, and thus no cumulative scientific (systematically theoretical) knowledge based on the plausible but testable propositions »<sup>49</sup> (Strauss et Corbin, 1994).

### 3.2.1.1. Adaptation à notre recherche

Nous avons choisi de nous recentrer sur les procédures centrales de la GT en conscience et en harmonie avec notre positionnement épistémologique. Ceci nous a amené à penser que la construction de la GT, telle que développée par Glaser et Strauss dans leur premier ouvrage de référence, *The Discovery of the Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research* (1967), pouvait constituer une approche méthodologique particulièrement adaptée à notre recherche ancrée dans le paradigme épistémologique constructiviste pragmatique. À l'instar de Fendt et Sachs (2008), nous ne souhaitons pas répondre à des critères d'évaluation d'une

---

<sup>47</sup> Notre traduction : « la production réelle de significations et de concepts utilisés par les acteurs de la société dans des contextes réels ».

<sup>48</sup> Notre traduction : « Cette approche à des données qualitatives favorise le développement d'une prise en compte théorique qui épouse étroitement les situations observées, de sorte que la théorie est susceptible d'être intelligible et utilisable par ceux qui se trouvent dans les situations observées, et elle est ouverte aux commentaires et aux corrections par ceux-ci ».

<sup>49</sup> Notre traduction : « La théorie se compose des relations plausibles entre les concepts et ensembles de concepts proposés. [...] Sans concept, il ne peut y avoir aucune proposition, et par suite aucune accumulation de connaissance scientifique (systématiquement théorique) basée sur les propositions plausibles mais vérifiable ».

recherche à l'aune de ses potentiels résultats positifs car confortant des hypothèses, nous préférons que notre travail soit évalué sur la légitimité de sa démarche ancrée dans un système de pensée cohérent dans ses associations philosophique, épistémologique, méthodologique et éthique. Il nous semble que malgré l'histoire heurtée de la GT, le *guideline* souple qu'elle offre en matière de méthodologie est en harmonie avec notre projet de recherche, le cadre épistémologique PECP et le *design* proposé par Avenier (2008) car il favorise les émergences dans le processus en demandant une approche récursive.

La GT nous paraît pouvoir être mobilisée pour élaborer et légitimer des savoirs dans le paradigme épistémologique constructiviste pragmatique, en particulier avec l'idée de Glaser et Strauss selon laquelle une théorie doit éclairer une situation avec la notion de « *fit* » mais être aussi opérationnelle avec la notion de « *work* » ; elle doit favoriser la compréhension de phénomènes mais aussi aider la pratique :

« By "fit" we mean that the categories must be readily (not forcibly) applicable to and indicated by the data under study; by "work" we mean that they must be meaningfully relevant to and be able to explain the behavior under study. »<sup>50</sup> (Glaser et Strauss, 1967).

Les notions centrales qui animent le PECP et la GT sont donc similaires même si pour le premier, c'est sur le plan de l'épistémologie et pour la seconde sur celui de la méthodologie.

De plus, Glaser et Strauss distinguent deux niveaux de théories intermédiaires qui sont la substantive et la formelle. La première est plus proche de l'empirie tandis que la seconde est plus conceptuelle mais elles se complètent car elles facilitent le passage de la présentation de situations à l'explication théorique. Comme le précise Laperrière (1982) :

« [...] *certaines* [catégories], *abstraites de la situation "substantive"*, auront tendance à *utiliser les termes mêmes des acteurs sociaux pour désigner les processus et comportements à expliquer, alors que d'autres catégories "formelles" et construites par le chercheur même, seront des explications des premières* ».

Le chapitre que dédie Glaser et Strauss au passage du substantif au formel n'est pas sans faire penser au passage des savoirs locaux aux savoirs génériques (Avenier, 2010) et acceptables dans le PECP.

Par ailleurs, notre ambition dans cette recherche est d'avoir, dans la perspective SaP, une démarche d'enquête et de découverte à la Dewey. Cette dernière n'est pas tant en matière de nouvelles théories au sens positiviste que de

---

<sup>50</sup> Notre traduction : « Par "fit", nous entendons que les catégories doivent être facilement (pas forcément) applicables et indiquées par les données à l'étude; par "work" nous voulons dire qu'elles doivent être véritablement pertinentes et être capables d'expliquer le comportement sous étude ».

« [...] nouvelles façons de comprendre les phénomènes humains. C'est de la découverte au sens de l'innovation dans les interprétations proposées. » (Guillemette, 2006).

Nous avons donc fait preuve de souplesse pour adapter et mettre en œuvre un appareillage méthodologique inspiré de la GT en nous appuyant sur les conseils de chercheurs expérimentés (Fendt et Sachs, 2008 ; Suddaby, 2006) tout en restant fidèle à notre positionnement.

Nous avons en particulier conservé en mémoire les recommandations de Suddaby (2006) qui consistent à éviter six pièges majeurs de la GT. Pour lui (comme pour nous), la GT ne doit pas être un prétexte :

- a. Pour ignorer la littérature sur le sujet qui nous intéresse, car ce niveau de connaissance est utile lorsqu'il s'agit de passer du substantif au formel : le tout a été de garder un juste milieu en évitant de nous noyer dans les matériaux variés recueillis et, à l'autre extrême, de partir avec des idées préconçues par notre connaissance de l'état de l'art. Le choix de travailler en management stratégique sur un sujet plutôt ancré en finance et en sociologie, nous a probablement aidé.
- b. Pour présenter des données brutes car nous ne positionnons pas comme un phénoménologue ou un interprétativiste (Yanow et Schwartz-Shea, 2006) qui va utiliser uniquement une approche introspective par des entretiens: c'est une des raisons qui nous a conduit comme on le verra plus loin, à croiser divers outils méthodologiques (données secondaires, entretiens, récits de pratiques...).
- c. Pour tester des théories ou des hypothèses : ce qui nous a guidé, c'est bien le désir de comprendre comment des praticiens interagissaient et construisaient une situation : l'agir stratégique dans le *brokerage*. Un tel phénomène peut difficilement se tester.
- d. Pour appliquer une technique formelle d'analyse : il s'est agi pour nous, non pas d'appliquer à la lettre une recette, mais de la faire nôtre en accord avec notre positionnement et notre niveau de créativité ou de « sensibilité » au sens de Glaser et Strauss eux-mêmes.
- e. Pour se poser comme un mythe : elle peut être considérée comme ayant des limites et la difficulté de son application comme la riche littérature contradictoire dont elle fait l'objet peuvent en témoigner. Afin de dépasser ces difficultés, nous avons préféré la considérer comme une aide au déploiement de nos outils

méthodologiques pour appréhender un processus complexe et nous l'avons située comme intégrée à notre positionnement épistémologique et devant être au service de notre canevas de recherche, pas l'inverse. Il a fallu la circonscrire.

- f. Pour de la facilité : elle ne peut pas être réduite à un simple habillage méthodologique. Elle a été pour nous une source constante d'interrogations sur notre état de chercheur notamment aux passages des frontières (expérience/connaissance, pratique/académique, substantif/formel, oral/écrit...) et a demandé une profonde réflexion pour l'adapter. L'expérience d'autres chercheurs avec un *background* dans une situation similaire, nous a aussi inspirée.

**Tableau 2. Tableau des suggestions pragmatiques pour la mise en œuvre de la GT**

GTM Claims/Malaises	Suggestions
Quality	<p>Discuss and understand GTM and its versions, and make an informed and conscious choice for a version/type/form of GTM (Locke, 2001) with adviser.</p> <p>Define a procedural stance that fits the research topic and the researcher's personality and prior experience so as to take the best possible advantage of these assets.</p> <p>For postdoctoral researchers: Organize research design panels at international conferences that could offer such support (as suggested in above item).</p> <p>Doctoral seminars should go beyond procedural guidelines and tools into broader philosophical issues.</p> <p>Simplify the fracturing and coding strategies and procedures.</p> <p>Maintain the constant comparison; extend it to include (a) data, (b) memos, and (c) literature.</p> <p>Maintain the broad, interdisciplinary literature exploration.</p> <p>Put quality and usefulness before procedure.</p> <p>Keep working at GTM to improve it and compare notes; set it free to evolve over time (as was the original intention).</p>
How to deal with nonverbal communication, environmental observations, and so on	<p>Extend GTM memoing function to allow for direct interpretation, conclusions from interviews, observation (especially of nonverbal communication); give these interpretations and conclusions a prominent place in the constant comparison and core category development process (equal to the coding results).</p> <p>Support conclusions generously with verbatim quotes in final manuscript.</p>
Researcher's isolation, dangers of overobjectification and positivism, support issues	<p>Introduce GTM early in management studies and discuss—especially its various forms and their implications and possibilities (Charmaz, 2006; Locke, 2001).</p> <p>Adviser and candidate agree on a form of GTM relative to scholar's maturity and experience.</p> <p>Researcher sets up detailed research plan and thoroughly reviews it with an adviser (or peer) before launching into execution.</p> <p>Research design panels at conferences, rather than just research results panels, could be useful.</p> <p>Doctoral student support (adviser, seminars, meetings) should go beyond procedural guidelines and tools into broader philosophical issues.</p>
Neutral, dispassionate role of researcher, tabula rasa approach, blank slate	<p>Understand and accept this idea as an ideal, not as dogma. Keep an open mind and a willingness to trust in data. Disclose in detail the researcher's philosophical stance, prior experience, and so on.</p> <p>Use this experience to the full in the interpretation process.</p> <p>Make the study reflect a point of view, as long as it is clearly demarcated as such—and interesting and useful.</p>
Cost-benefit view	<p>Reduce the coding procedure, redefine data saturation. Reduce formalism—make sure the method serves the researcher, not that the researcher serves the method.</p>
Grounded, emergence, discovery, theory Validation, generalization	<p>Consider redefining GTM's positivist vocabulary and dropping some of its <i>époque</i> rationality.</p> <p>To check for unwanted bias with limited effort, use interrater and respondent checking but not blindly, more as a resource for personal interpellation and interpolation, probably limited to a sample of data and respondents.</p>
Theory pretense	<p>Moderate the theory pretense; drop the grand unified theory pretense altogether.</p>
GTM best suited for inexperienced researcher (Glaser)	<p>This need not be. If suggestions of this table are adopted: (a) Prior experience (life and research) can be an asset in the use of GTM (or GIM), and (b) the cost-benefit ratio will be such that even an experienced researcher will choose to embark on another GTM journey.</p>
If you "just do" GTM (and stop criticizing it), it will work best (Glaser, 1998)	<p>Stick with Glaser and Strauss's (1967) original wish that scholars would "codify and publish their own methods for generating theory . . . keep the discussion open-minded . . . [and] stimulate rather than freeze thinking about the topic" (pp. 8-9).</p> <p>Adopt Strauss and Corbin's (1998) recommendation that "these procedures were designed not to be followed dogmatically but rather to be used creatively and flexibly by researchers as they deem appropriate" (p. 14).</p>

Source: Fendt et Sachs, (2008).

Nous avons surtout cherché à rester le plus en phase avec notre positionnement épistémologique en nous situant constamment dans le canevas d'Avenier (2007, 2009) comme garde-fou. Certaines procédures sont incontournables à la GT ; Guillemette (2006) les précise pour montrer comment elles peuvent être porteuses d'innovation. Ainsi, la suspension temporaire du recours à des cadres théoriques existants en faveur de l'écoute et de l'observation du terrain dans un premier temps permettrait d'éviter l'application d'un cadre théorique explicatif à priori. Ici, rappelons que la notion de théorie est plus souple que dans une démarche traditionnelle puisqu'il ne s'agit pas de se confronter à des théories majeures de grands auteurs mais plutôt de faire émerger des concepts que l'on pourra ensuite préciser et relier (ou non, cf. la notion de « vide théorique » sur le schéma d'Avenier) à de théories entendues de façon plus classique. On rejoint bien le stade de co-construction du sujet de recherche par interactions chercheurs/praticiens proposé dans Avenier (2007, 2009).

Il y a là une façon spécifique de préciser le sujet de recherche qui facilite un plus grand espace de compréhension pour appréhender de façon renouvelée des phénomènes complexes (Glaser, 1998). Pour le chercheur, cela ne signifie pas de faire table rase de ses connaissances mais plutôt de limiter d'éventuelles suppositions préalables au terrain pour se centrer sur le vécu social, les processus et identifier une situation à étudier plutôt qu'une problématique préconçue. Le sujet peut alors évoluer entre le début de la recherche qui sera un moment de perceptions peut-être assez floues jusqu'à ce qu'il devienne pertinent sur le plan social et scientifique et se stabilise – c'est ce qui correspond à la notion de congruence puis à celle de légitimité de la recherche dans le cadre d'Avenier (2010).

On comprend mieux à ce stade qu'une interaction entre la collecte et l'analyse soit en vigueur au moins jusqu'à ce qu'il y ait stabilisation du sujet de recherche et saturation. C'est bien là un processus circulaire (Morse et Richards, 2002) avec co-orientation ou influence mutuelle entre le recueil et l'étude des informations. Cette circularité se retrouve même au cœur de la rédaction du travail de recherche qui est rendu ainsi assez difficile car le recours à la collecte et à l'immersion est quasi-constant. Pour cette thèse, par exemple, nous avons longtemps hésité entre un format classique ou un rendu plus original mais les attentes académiques étant assez formalisées, nous sommes finalement restés proche d'un modèle standard. Nous avons cependant favorisé les procédures d'analyse qui semblaient le plus porteuse d'ouverture d'esprit. Nous avons par exemple utilisé un système de codage des récits recueillis auprès des praticiens ou dans des documents, mis par écrit sous forme de notes et de mémos tout ce que nous avons observé, pensé spontanément sur le sujet en évolution

permanente, dans son contexte comme dans notre compréhension, pour progressivement constituer des familles de catégories de plus en plus conceptuelles, d'en voir la ou les connexions et espérer monter en niveau de théorisation. Notre approche terrain s'est donc faite de plus en plus fine, comme nous le préciserons ultérieurement, jusqu'à ce que rien de nouveau ou de solide ne semble émerger du terrain et ne produise l'« *emergent fit* » (Glaser et Strauss, 1967) ou plus précisément, jusqu'à aboutir à un rendu cohérent entre la compréhension du phénomène et ce qu'il exprime sous ses divers angles.

La justification du travail – que nous préférons appeler la « légitimation » de la recherche à l'instar d'Avenier (2007, 2010) – s'est donc faite de manière continue (Mucchielli et Paillé, 2003). Elle n'a pas consisté en une vérification mais en un ajustement constant à ce qui se passe par et avec ceux qui sont sur le terrain :

*« [...] l'attention portée à ce qui émerge du terrain (ou des acteurs qui vivent les phénomènes) permet de "découvrir" des points de vue inédits, d'autant plus que cette attention implique que l'analyse se développe selon des questionnements qui proviennent du terrain et non des cadres théoriques existants » (Guillemette, 2006).*

Il y a, selon Gephart (2004), une construction de sens et de concepts utilisés par les acteurs eux-mêmes lors de leurs actes sociaux ou organisationnels, dans leurs contextes quotidiens.

Fort de ces préoccupations, avec quelques adaptations mais veillant à rester en phase avec notre positionnement, nous avons donc déployé une démarche inspirée de la GT car semblant faciliter à la fois l'exploration de processus socialement construits et l'émergence de connaissances pratiques et plus conceptuelles. Nous avons pour cela retenu le message de Glaser et Strauss qui consiste en une démarche d'enquête qualitative visant à développer des *frameworks* théoriques permettant de capturer le phénomène étudié au plus près du terrain et des acteurs impliqués.

*« Human beings (are) active agents in their lives and in their worlds rather than passive recipients of larger social forces. [...] process, not structure, was fundamental to human existence ; indeed, human beings created structures through engaging in processes.[...] The construction of action was the central problem to address »<sup>51</sup> (Charmaz, 2006).*

Mais, comment mettre en œuvre concrètement une démarche méthodologique inspirée de la GT pour capturer cette richesse et espérer pouvoir exprimer l'agir stratégique en des termes théoriques et pratiques renouvelés ?

---

<sup>51</sup> Notre traduction : « Les êtres humains (sont) des agents actifs dans leur vie et dans leurs mondes plutôt que des bénéficiaires passifs de forces sociales plus vastes [...] Le processus, et non pas la structure, a été fondamental pour l'existence humaine ; en effet, les êtres humains ont créé des structures en s'engageant dans des processus. [...] La construction de l'action était le problème central à décrire ».

### 3.2.2. Déploiement des outils méthodologiques

La GT est souvent perçue comme une méthode qualitative favorisant un travail de recherche de type inductif. Comme vu précédemment, nous l'avons voulu comme une boîte d'outillage qui allait permettre, selon Glaser et Strauss (1967), de rester au plus près du terrain (notion de « *Fit* ») pour une compréhension fine du phénomène étudié (notion d'« *understanding* ») et arriver à une théorisation souple car adaptée et adaptable (notions de « *generality and control* »). Pour cela, nous avons dépassé le seul raisonnement inductif en considérant que la GT dans un paradigme épistémologique constructiviste pragmatique, facilitait une boucle complète de la connaissance c'est-à-dire, dans un esprit pragmatique, des cycles mêlant abduction/induction/déduction<sup>52</sup>. Nous avons alors utilisé divers outils méthodologiques, comme préconisé par les fondateurs de la GT, et croisé ainsi divers regards sur le même sujet d'étude, afin d'arriver à un niveau de saturation satisfaisant de l'information et à une triangulation crédible. Ce travail en spirale a cependant bien suivi, pour chacun des cycles, les conseils de recueil des informations, de codage et de montée en catégorisation (substantive à formelle) fournis par les fondateurs de la méthode jusqu'à l'émergence d'un système théorique. Nous allons décrire comment.

#### 3.2.2.1. Une boucle de connaissance

Malgré l'affirmation de Strauss et Corbin (1990) selon laquelle le type de raisonnement que privilégie une recherche qualitative, est l'induction, et bien que la GT soit souvent perçue comme une méthodologie inductive (Marvasti, 2004), nous considérons qu'il y a incompréhension. Il nous semble que la GT n'était pas stabilisée à son origine sur des fondements épistémologiques clairs, ce qui serait alors le point de départ de cette confusion, « *an "inductive self misunderstanding"* » selon Kelle (2004). Comme certains chercheurs ancrés dans la GT l'ont déjà soulignés (Locke *et al.*, 2004 ; Reichert, 2007 ; Strübing, 2007), il existe une part d'imagination nécessaire à cette méthodologie que seule l'abduction peut apporter dans la lignée de Peirce (1935). Nous allons plus loin en considérant que, si l'on prend en compte la dimension pragmatique de la GT dans sa globalité et dans le cadre épistémologique qui est le nôtre, c'est une boucle intégrale de connaissance qu'elle permet de développer, une boucle qui inclut abduction, induction et déduction en phase avec l'esprit d'enquête de Dewey (1938) inspirée de la démarche de Peirce (1903 éd. 1997) pour qui :

« [...] three radically different kinds of arguments which I signalized in 1867 and which had been recognized by the logicians of the eighteenth century, although [those] logicians

---

<sup>52</sup> Ces notions sont reprises et expliquées plus loin ainsi que leur enchaînement.

quite pardonably failed to recognize the inferential character of one of them. Indeed, I suppose that the three were given by Aristotle in the *Prior Analytics*, [...] These three kinds of reasoning are Abduction, Induction, and Deduction »<sup>53</sup>.

Avec une relecture par le Pragmatisme, la GT apparaît bien comme un processus méthodologique de recherche qui est une façon de conceptualiser à partir d'expériences terrain dans la visée d'obtenir des connaissances renouvelées. Elle est proche des processus cognitifs qui demandent de constants allers/retours et laissent une place notable à l'invention (Deledalle, 1967, 1971, 1990) pour entrevoir de nouveaux possibles avec des énoncés « plausibles » (Habermas, 1975). Le rôle de l'imagination y est donc indissociable ; elle « ne devrait pas jouer un rôle absolument subalterne dans la recherche scientifique » (Le Moigne, 1986), puisque le chercheur peut puiser dans sa pratique, son vécu comme son expérience cognitive par rapport au sujet étudié, et dans lequel il est invité à plonger littéralement au moyen de la GT. Les développements des sciences cognitives, à la suite de Peirce, soulignent la nécessité de dépasser le simple couple expérience-pensée logique ; ils militent pour une boucle plus large de la connaissance que celles portées par une approche hypothético-déductive, inductive ou même mêlant les deux. Il ajoute l'abduction comme mode de raisonnement et facteur de connaissances nouvelles, de conceptualisation alors que l'induction et la déduction sont plus de l'ordre de la résolution temporaire d'un problème ou de la légitimation (que nous préférons à vérification) d'un plausible. Il met donc en place une triade dans cette boucle de la connaissance, triade comprenant abduction-induction-déduction :

« The whole operation of reasoning begins with Abduction [...], Abduction, or the suggestion of an explanatory theory, is inference through an Icon, and is thus connected with Firstness; Induction, or trying how things will act, is inference through an Index, and is thus connected with Secondness; Deduction, or recognition of the relations of general ideas, is inference through a Symbol, and is thus connected with Thirdness »<sup>54</sup> (Peirce, 1903 éd. 1997).

Nous sommes dans un processus de type sémiotique avec rapport triadique.

L'**abduction** est de l'ordre du sensible ; c'est l'acte par lequel le chercheur va tenter une

---

<sup>53</sup> Notre traduction : « Trois types d'arguments radicalement différents que j'ai signalés en 1867 et qui avait été reconnus par les logiciens du XVIII<sup>e</sup> siècle, bien que [ces] logiciens de façon tout à fait pardonnable aient omis de reconnaître le caractère inférentiel de l'un d'eux. En effet, je suppose que les trois ont été donnés par Aristote dans les *Analytiques*, [...] Ces trois types de raisonnement sont l'abduction, l'induction, et la déduction ».

<sup>54</sup> Notre traduction : « L'ensemble de l'opération de raisonnement commence par l'abduction [...], l'abduction ou la suggestion d'une théorie explicative, est l'inférence par une icône, et est donc liée à "Priméité" ; Induction, ou en essayant comment les choses vont agir, est l'inférence grâce à un indice, et est donc liée à "Secondéité" ; Déduction, ou la reconnaissance des relations d'idées générales, est l'inférence à travers un symbole, et est donc liée à "Tiercéité" ».

interprétation intuitive avec une dimension quasi-herméneutique du phénomène étudié. Peirce la qualifie de « *creative insight* » et la considère dans les trois catégories qu'il donne pour représenter « les éléments de l'expérience » comme la « **priméité** » ou la saisie du phénomène perçu dans sa présence seule. Elle est particulièrement utile selon lui pour résoudre ou tout au moins comprendre une situation surprenante en ce qu'elle ne répond pas, par exemple, à une anticipation logique ou à une habitude. Elle ouvre le passage vers un plausible jusque là ignoré. En ce qui concerne notre sujet de recherche, rappelons seulement qu'au début du travail sur le *brokerage*, c'est-à-dire bien avant la crise de 2008, puisque nous avons débuté la recherche au milieu des années 2000 et à la suite d'observations directes sur le terrain en tant que praticien pendant près d'une décennie et demie, il existait un sentiment diffus de crise. Il était perceptible, de façon très ténue pour qui n'était pas immergé dans le contexte, car seulement palpable à travers le discours de praticiens rencontrés, l'observation de la mise en place d'associations professionnelles ou de comités internes sur la place financière de Paris visant à ouvrir une réflexion sur les différentes fonctions de ce type d'organisation et leur *Business Model*. Pourquoi et comment une organisation porteuse de résultats, avec des acteurs perçus comme favorisés, dans un contexte de marchés puissants comportait un tel malaise ? Qu'y avait-il au delà de ce qui était donné à voir et à penser ? Et si la clé se trouvait au sein même des « façons de faire », des pratiques et de la stratégie de ces organisations ? Il y avait probablement quelque chose là, dans ce jeu d'interférences et il nous revenait de tenter d'opérer

« [...] a cerebral process, an intellectual act, a mental leap, that brings which one had never associated with one another : a cognitive logic of discovery »<sup>55</sup> (Reichert, 2007).

Dans notre adaptation de la GT, l'**induction** est de l'ordre de la matérialisation. Elle vient compléter l'abduction dans la mesure où elle permet d'établir des généralisations de concepts à partir d'éléments concrets ou du moins identifiés et non plus seulement perçus. Elle est, toujours pour reprendre Peirce dans ces catégories, « **secondéité** ». Elle participe à la construction du plausible à partir de l'expérience de l'action, elle donne corps au sensible en prenant en compte ce qui lui est soumis à examen. Ainsi, percevant le malaise décrit plus haut au sein des organisations de *brokerage*, nous avons pensé que « les façons de faire » dans leur dimension stratégique pouvaient être au cœur de notre sujet, nous sommes allé à la rencontre de la Pratique, des pratiques et de ceux qui les mettent en œuvre comme préconisé dans la perspective SaP. Il convenait de capter les expériences et de les mettre à l'épreuve pour

---

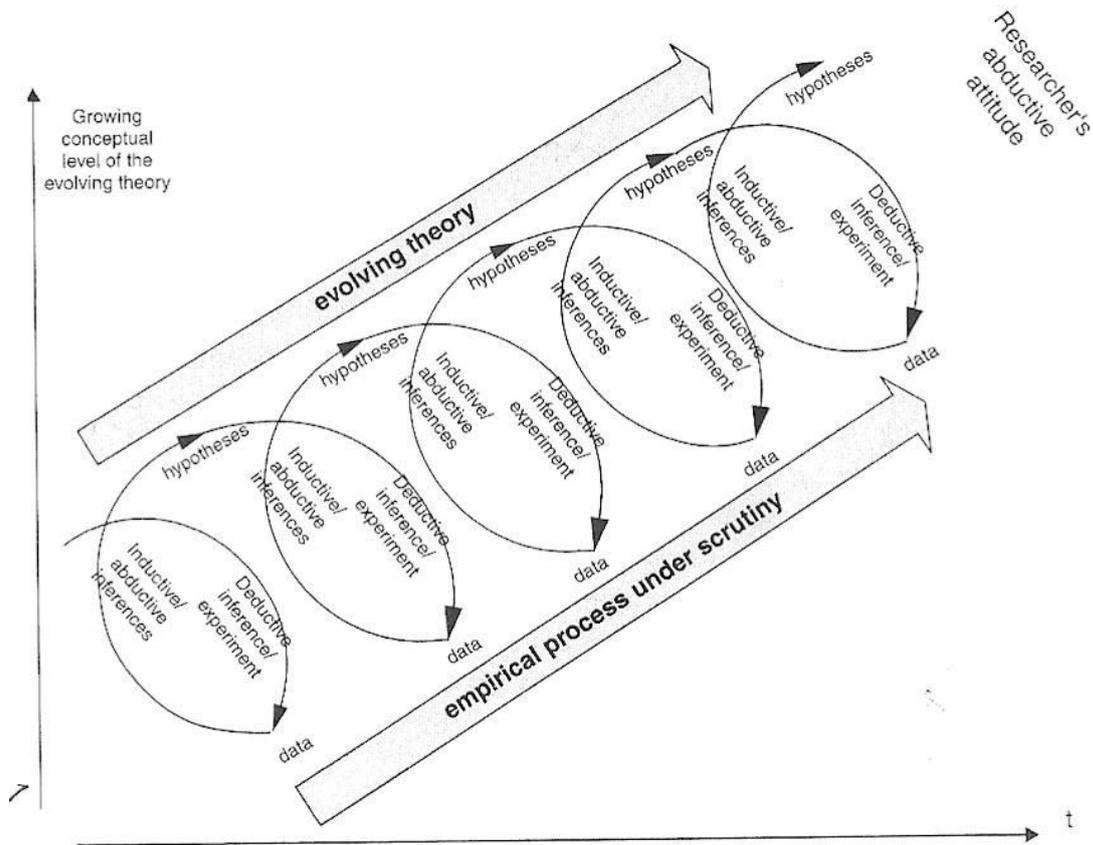
<sup>55</sup> Notre traduction : « un processus cérébral, un acte intellectuel, un saut mental, ce qui apporte ce que l'un n'avait jamais associé avec un autre : une logique cognitive de découverte ».

espérer accéder ensuite à une conceptualisation susceptible d'éclairer la situation à la fois globalement et dans chacune de ses dimensions. L'induction, probablement parce qu'elle est la phase où est donnée une valeur scientifique à ce qui est tiré de l'expérience (pour nous, de la pratique), a souvent été entendue comme le mode de réflexion le plus caractéristique, voire le seul de la GT (Comeau, 1994). Nous réfutons ce positionnement car, à l'instar de Locke *et al.* (2004), Reichert (2007), Strübing (2007), nous pensons que l'abduction joue aussi une place essentielle même si nous considérons qu'elle est fortement couplée avec l'induction au point de les rendre fusionnelles et d'arriver à les confondre à certains moments de la mise en œuvre de la méthodologie de recherche. C'est particulièrement le cas lors du recueil et du codage simultané du matériau comme préconisé dans la GT et de la montée en conceptualisation des catégories substantives à formelles.

La **déduction** ici, va aider à tirer des conséquences, à mettre du lien et du sens pour espérer atteindre un plausible stabilisé et communicable. Elle est, toujours selon les travaux de Peirce, « **tiercéité** », c'est-à-dire la possibilité d'unifier abduction et induction pour donner une représentation compréhensible par tous et généralisable en ce qu'elle est productrice d'une pensée structurée et structurante au moins pour un temps. Elle ne consiste pas en une vérification de la vérité mais plutôt en la construction d'un objet de connaissance, un modèle théorico-pratique qui ne sera légitime que par la reconnaissance qu'il provoquera et son utilité dans ou à expliquer l'action. C'est ce qui va consister dans ce travail de recherche en une modélisation théorique et une proposition de perspectives pratiques qui ont été soumises (et sont susceptibles de l'être encore) au regard de praticiens comme d'académiques et demandent à être actionnées.

Nous nous retrouvons dans une démarche de recherche se réclamant du « faillibilisme » pragmatique de Peirce, une enquête scientifique qui pourra être continuellement mise à jour, une approche rappelant la notion de réfutabilité poppérienne. Nous nous rapprochons en cela de la boucle de connaissance de Peirce (1931-1935) revue par Dewey (1938) fusionnant plus les interférences entre abduction et induction et qui se pose comme une démarche d'enquête pouvant être représentée selon un schéma itératif qui entre particulièrement en résonance avec le déploiement d'une méthodologie type GT.

**Schéma 12. Iterative-cyclical problem-solving according to Dewey**



Source: Strübing, (2007).

Dans un tel déploiement méthodologique, le chercheur entre dans une sorte de traque qui lui permet de passer des « traces » à une « intuition raisonnée » pour reprendre les termes de Soulet (2006). Il devient une sorte de détective comme le propose Eco (1973) et comme le soulignent les allusions à la méthode de Sherlock Homes pour illustrer la GT prise sous un angle pragmatiste. L'abduction favorise la détection d'idées originales à expliquer, l'induction donne de l'épaisseur à ces idées en les matérialisant à travers des phénomènes et la déduction rend compte d'un construit explicatif à vocation de généralisation tenable au moins pour un certain temps.

Nous avons un enchaînement de la recherche ou une boucle de la connaissance suivant les trois catégories abduction – induction – déduction ce qui se traduit dans notre travail par :

- Nous percevons qu'il se passe probablement quelque chose car on perçoit un ou des comportement(s) incompréhensible(s).
- Nous faisons l'expérience que ce quelque chose se comporte le plus souvent de

façon X.

- Nous considérons que ce quelque chose se comporte effectivement globalement de façon X, ce qui permet de modéliser le processus qui pourrait supporter ce comportement et de faire des propositions.

À la question qui suivra sur la généralisation, « est-ce que c'est aussi le cas pour des choses ou phénomènes similaires mais dans un contexte différent ? », nous pourrions repartir sur une nouvelle boucle de connaissance apte à légitimer le processus plausible construit, le compléter ou en souligner les failles.

Ce processus méthodologique de recherche laisse de la place à la créativité et à l'intuition du chercheur tout en l'ancrant dans l'expérience de l'action ; ceci est particulièrement le cas dans la phase la plus abductive de la recherche et est de surcroît fortement revendiqué par la GT contribuant à expliquer probablement ce « mix réducteur » selon nous de GT/méthode inductive. Le déploiement de la GT en phase avec une boucle de la connaissance pragmatiste nous a aidé ; elle nous semble particulièrement bien intégrée dans le cadre proposé par Avenier dans un paradigme épistémologique constructiviste pragmatique. Cette boucle pourrait cependant être entendue ou s'organiser différemment dans d'autres paradigmes épistémologiques. Ainsi, dans un paradigme épistémologique positiviste, le couple induction-déduction (ou hypothético-déductif) serait mis en exergue au point d'oublier l'abduction alors que dans un paradigme épistémologique réaliste critique, la boucle suivrait plutôt une logique abduction-déduction-induction (Avenier et Thomas, 2011).

### **3.2.2.2. Recueil, traitement des données et outils méthodologiques**

La GT dans un paradigme épistémologique pragmatique propose une démarche méthodologique qualitative avec une logique propre à générer une théorisation ou des « savoirs génériques » au sens d'Avenier (2007). Elle demande un travail quasiment simultané de recueil et de traitement de l'information avec un codage et des catégorisations non préconçues, des allers-retours constants et une élaboration continue tendant vers un système théorique. Ici, nous allons montrer comment nous avons procédé sur une boucle de connaissance qui n'a pas prétention à se poser comme un acquis définitif, mais est juste un arrêt sur image pour offrir une proposition plausible. Cette dernière pourra être adaptée au fil des recherches ultérieures.

Pour mettre en œuvre la GT, dans la stratégie d'enquête vue précédemment, nous avons cherché à obtenir le plus d'informations possibles en multipliant les méthodes de recueil et en

croisant de multiples sources. Nous sommes passé de la recherche documentaire aussi bien académique que pratique, à des entretiens semi directifs, puis à des récits biographiques ainsi qu'à des entretiens de vérification (ou plutôt de mise à l'épreuve de la légitimation). Chacun des passages principaux de la boucle de connaissance a été déployé ici dans le sens abduction-induction-déduction, mais il est à noter que le travail étant itératif : il peut y avoir, au sein même d'une phase à caractère dominant, une mini boucle puisque le cheminement de la connaissance lie étroitement les trois principes. Au départ dans l'accumulation des premières informations, nous étions plutôt dans une phase à dominante abductive. Puis, nous sommes allés vers de la saturation et de la conceptualisation avec une phase marquée par l'induction. Le modèle conceptuel stabilisé a été alors proposé, dans un esprit plus déductif.

Nous noterons aussi que, dans ce travail de recherche, nous n'avons pas eu de difficultés d'accès au terrain. En effet, notre expérience dans le milieu professionnel étudié et la reconnaissance des compétences passées ont fortement facilité nos entrées. Nous n'avons essuyé aucun refus de collaboration auprès des praticiens, après avoir présenté simplement notre projet d'étude sur l'agir stratégique dans le *brokerage*. En revanche, il a fallu veiller à éviter les influences que pouvaient comporter une telle proximité avec notre terrain. Tout particulièrement, ce qui aurait pu être induit pas nous-même, à savoir le risque d'aller chercher quelque chose que nous aurions déjà implicitement et de façon préconçue en tête. Comme déjà précisé, le choix de partir de la recherche en management stratégique qui était un champ nouveau à la fois pour nous que dans la façon d'appréhender ce domaine financier, a été une aide précieuse. De plus, nous nous sommes continuellement interrogé sur ce risque d'être influencé et le regard ainsi que les conseils de nos collègues chercheurs aguerris ou novices comme nous, nous a aussi beaucoup apporté. Enfin, la volonté de laisser s'exprimer dès le départ les praticiens eux-mêmes et de chercher avant toute chose de les entendre sans *a priori* a été facilité par la multiplication des rencontres directes et leur diversité.

Le choix des interlocuteurs s'est fait, non pas sur le niveau de relation ou de proximité que nous aurions pu avoir avec eux dans un passé récent, mais au contraire, en rencontrant le plus possible des acteurs que nous n'avions pas connus auparavant, ceci même si eux nous connaissaient par ouï-dire grâce à des contacts communs utilisés comme seul vecteur pour aider à la prise de rendez-vous. Ces rencontres ont été organisées, non pas sur la base d'une représentativité statistique, mais en recherchant, surtout en phase abductive, les profils les plus variés et en mêlant « le représentatif, l'invalidant et le surprenant », comme préconisé par Glaser et Strauss (1967). Puis, en phase plus inductive, nous avons suivi le processus de

codage qui fait dire à Strauss et Corbin (1998) que « seront ainsi progressivement recherchés les événements et par conséquent les personnes permettant de maximiser l'opportunité de découvrir une variation dans les concepts ». Il n'y a pas de sélection, à proprement parler, si ce n'est au fur et à mesure que la conceptualisation se précise, avec un certain niveau de saturation.

L'entretien a été la technique la plus utilisée dans cette recherche. Il est souvent la technique par excellence de la GT pour le recueil d'informations dans la perspective d'une construction de sens. Nous allons voir que cet outil a pu prendre plusieurs formes, selon le positionnement dans notre boucle de connaissance et qu'il n'a pas été le seul car nous avons pensé que la variété proposée par Glaser et Strauss (1967) dans le choix des interlocuteurs pour favoriser les émergences, pouvait aussi s'appliquer aux outils méthodologiques afin de multiplier les angles de vue sur le sujet et réduire, là encore, toute influence en permettant une triangulation riche. Préconisé dans la GT, le recueil des informations et leur traitement s'est fait de façon itérative avec un système de codage propre à aider les catégorisations et la montée théorique ; ce travail s'est opéré progressivement et a suivi notre boucle de connaissance. Reprenons celle-ci, de façon à dévoiler le déploiement méthodologique et les outils choisis :

***Phase à dominante abductive : recueil et traitement des documents académiques et professionnels, entretiens exploratoires***

Une première approche empirique a consisté en une consultation d'archives accessibles via Euronext France ainsi qu'en l'étude de documents historiques, sociologiques, juridiques, économiques, financiers, à vocation essentiellement professionnelle (Par exemple, publications des organismes de contrôle et de régulation des marchés financiers : AMF). Une partie des informations apportées par ces sources se retrouve aujourd'hui dans le corps même de la thèse, soit dans la présentation du contexte (chapitre 1), soit dans la revue de littérature (chapitre 2), soit plus loin dans les émergences (chapitre 4). C'est donc une compilation variée, dans le but de connaître et comprendre notre sujet d'étude, qui s'est faite d'informations aussi bien dites de sources primaires que secondaires (littérature en tous genres y compris romans, biographies, presse traditionnelle comme sources internet, images voire films...). Il était seulement question à ce stade d'explorer un terrain qui nous semblait riche et de tenter de cumuler le plus d'informations sur ce qui en était dit et comment, mais en nous plaçant sous le prisme du management stratégique, ignorant même si ce terrain avait déjà été exploré ou non par ce champ des sciences de gestion.

Cette approche a donné lieu aux premières notes rassemblées sous forme de mémos, là aussi comme préconisé par Glauser et Strauss (1967), et que nous avons appelé « nos petits cahiers ». Ces mémos n'ont suivi que deux règles :

- Noter les impressions et idées, même les plus insignifiantes, qui nous venaient spontanément en réaction à une lecture, un visionnage, des observations, une écoute... C'est déjà une habitude que nous avons prise pendant nos années d'activité en tant que vendeur sur les marchés financiers ; nous notions dans des cahiers à feuille détachables (pour une éventuelle réorganisation ultérieure) tout ce que nous avons pu percevoir, imaginer ou simplement constater à la suite de conversations avec nos clients, nos collègues ou autres (conférences, réunions...). Cette façon de faire nous a toujours été utile pour préparer des échanges futurs ou pour capter des sortes de signes, comme dans une veille stratégique, permettant d'identifier des tendances émergentes sur les marchés par exemple.
- Synthétiser les informations ainsi accumulées en établissant une fiche mémo qui correspondait, dans la mesure du possible, à des documents mis ensuite en archive directe dans des classeurs. Ici, les feuilles rédigées et détachables des cahiers servaient à introduire chaque classeur ou sous-partie de classeurs (certains classeurs, avec le volume, se sont transformés en boîte) et ce qui est devenu peu à peu des thématiques puis des catégories en phase inductive et enfin la masse de matériaux pour monter en conceptualisation.

Nous remarquerons à ce stade que la table rase proposée par Glauser et Strauss (1967), parfois de façon assez contradictoire d'ailleurs, ne nous semble pas tenable pour un chercheur débutant comme confirmé. Sans parler d'une revue de littérature au sens classique, notre démarche documentaire a compris aussi des lectures de nature théorique. Force est de reconnaître que ces lectures ont pu exercer une certaine influence sur la formulation des questions de recherche, aider à situer le travail de recherche, servir de base d'apprentissage pour des concepts et des notions académiques qui étaient totalement inconnus du novice en recherche que nous étions. Comme le précisent Strauss et Corbin (1997), il existe une différence entre « un esprit ouvert » et « une tête vide », le chercheur doit tout de même posséder un minimum de connaissances dans son domaine académique, voire une certaine sensibilité théorique pour espérer monter en conceptualisation ensuite (Locke, 2001).

Ce premier travail documentaire a permis, outre une « reconnaissance » de la spécificité d'une organisation de type *brokerage*, de bien cerner le fonctionnement dans son ensemble des marchés, d'en saisir le contexte historique, politique, économique et social. Surtout, il a, à la fois, préparé et complété une première série d'entretiens exploratoires<sup>56</sup> qui ont été menés en parallèle. Ces derniers ont été ouverts au départ et se sont déroulés entre 2004-2006. Une partie a donc débuté alors que j'étais encore en Master Recherche, auprès de quelques professionnels – une quinzaine en France – qui étaient, pour une dizaine, des opérateurs de marché en poste chez certaines sociétés de *brokerage* de la Place de Paris et, pour cinq, des acteurs connexes comme des investisseurs institutionnels, des représentants de la Bourse et de ses organismes de régulations. Puis, ils ont été complétés en début de doctorat par huit autres entretiens avec des représentants d'associations défendant les intérêts parfois contradictoires des divers acteurs qui composent le marché, c'est-à-dire aussi bien des sociétés de *brokerage*, que certains opérateurs spécifiques comme les analystes financiers, mais aussi les investisseurs, les émetteurs, voire des indépendants. Ces entretiens assez libres n'ont pas donné lieu à des enregistrements et à des retranscriptions littérales. Nous recherchions avant tout une certaine spontanéité dans l'échange, des visions variées de ce que pouvait être le rôle et les façons de faire de l'intermédiation de type *brokerage*. Pour ces entretiens, des notes ont été prises au fil de la conversation, toujours dans nos cahiers, puis ont été immédiatement suivies par des annotations directes et des mémos d'identification, synthèse et impressions comme pour les autres informations recueillies.

Ce travail a permis de mettre en évidence des interrogations et des points essentiels à formaliser, – en particulier, une histoire avec des périodes d'organisation quasi stabilisées sur des modes de faire et un sentiment de malaise diffus semblant se situer au cœur des pratiques des acteurs rencontrés –. L'idée a alors été de faire émerger un modèle de compréhension du « rôle et action » du *brokerage* sur la place de Paris en combinant :

- une comparaison avec les représentations et les sources documentaires,
- des récits approfondis des acteurs concernés,
- l'intégration de la pratique, vue sous l'angle stratégique, jusque là négligé sur ce champ.

Il convenait d'identifier et de construire un processus liant les praticiens (niveau micro), leur organisation (niveau méso) et le système global des marchés financiers (niveau macro)

---

<sup>56</sup> Cf. Annexes 5: Liste des entretiens.

du point de vue de la stratégie. Il fallait encore affiner notre démarche terrain autour de la notion d'agir stratégique qui apparaissait comme centrale.

***Phase à dominante inductive : recueil et traitement des entretiens de type récits de pratiques***

Pour compléter notre premier « débroussaillage », nous avons continué notre recherche documentaire avec toujours des textes académiques mais nous l'avons alors ciblée en nous concentrant sur trois revues professionnelles, celles qui sont parmi les plus lues dans l'univers des marchés financiers : la *Revue Info* de l'AMAFI (Association Française des Marchés Financiers), *RB* (Revue Banque) et la *Revue d'Analyse financière*. Nous avons constitué un fonds d'archives depuis 2006 à la fin de la thèse et que nous maintenons car il permet le maintien du lien avec l'actualité de notre terrain en évolution rapide.

Surtout pour préciser notre sujet de recherche et l'affiner, voire discerner des catégories substantives, nous avons décidé de mener des entretiens individuels plus poussés. Nous nous sommes basé sur une méthode biographique telle que présentée par Rouleau (2003, 2006, 2010) et reprenant à la sociologie la notion de récit de pratiques de Bertaux (1974, 1977), ceci même si cette méthode reste encore peu employée en sciences de gestion (Sanséau, 2005). Elle trouve son origine dans la tradition sociologique de l'école de Chicago et dans l'histoire, avec son heure de gloire en ethnosociologie dans l'entre-deux guerres aux États-Unis puis une redécouverte dans les années 1970 en France par opposition aux méthodes quantitatives privilégiant les larges enquêtes statistiques. Elle doit permettre d'appréhender des situations vécues en captant l'expérience même de ceux qui les vivent à travers leurs mots et ainsi faciliter la connaissance de processus complexes. Comme le fait remarquer Wacheux (1996), le récit de pratiques se définit comme « l'analyse d'un récit par un acteur sur des événements qu'il a vécus. Le discours est provoqué par le chercheur. L'acteur reste libre de la formulation des faits et des interprétations qu'il en donne ». C'est un transfert d'outil méthodologique particulièrement fécond des champs de la sociologie vers les sciences de l'action dont nous considérons que le management stratégique fait partie intégrante ; il est en adéquation avec notre positionnement épistémologique et particulièrement porteur dans une perspective SaP car :

*« [...] en étant centré sur l'individu qui se raconte, le récit de pratiques permet d'accéder au niveau d'analyse qui est propre à la perspective de recherche centrée sur la "fabrique" de la stratégie. De plus, le caractère contextuel de la méthode permet de comprendre comment la "fabrique" de la stratégie est ancrée dans des relations sociales qui vont au-delà des finalités managériales de la stratégie. Également, elle permet d'accéder à une partie des savoirs explicites et tacites que les individus mobilisent en*

*participant à la "fabrique" de la stratégie. Enfin, il s'agit d'une méthode de recherche qui vise à redonner la parole aux exclus tout comme la perspective de la "fabrique" de la stratégie considère que cette activité est loin d'être uniquement la chasse gardée des gestionnaires au sommet et de la coalition dominante», Rouleau (2006).*

Cette démarche nous a semblé à priori plus apte à respecter les deux cadres choisis : PECP (épistémologique) et GT (méthodologique). Elle donnait un vecteur pour passer du particulier au général en donnant de la matière pour catégoriser des logiques d'action et des processus récurrents et potentiellement porteur de connaissances généralisables (Bertaux, 1997). Elle respectait bien notre objet de recherche puisque pour Bertaux (1980, 1997), elle est très adaptée pour appréhender trois ordres d'objet dont les mondes sociaux, c'est-à-dire quelque chose qui :

*« [...] se bâtit autour d'un type d'activité spécifique. Généralement, [...] centré(e) autour d'une activité professionnelle. L'hypothèse déterminante de la perspective ethnosociologique repose sur le fait que les logiques qui règlent l'ensemble d'un monde social est également à l'œuvre dans tous les microcosmes qui la composent. Aussi, en observant de façon approfondie un seul ou quelques-uns des microcosmes, on doit être en mesure de saisir les logiques sociales du monde social » (Sanséau, 2006).*

Surtout, cette méthode permettait de donner la parole de façon privilégiée aux praticiens concernés par le projet de recherche en favorisant ainsi une collaboration qui, comme nous l'avons déjà précisé, nous était chère. Elle a aussi permis de préserver la tradition orale qui prévaut sur le terrain d'étude concerné : les opérateurs de marché, acteurs des sociétés de *brokerage*, font la plupart de leurs opérations professionnelles de vive voix et la parole a valeur d'engagement, voire de contrat ; elle est censée être valide c'est-à-dire le plus honnête possible pour refléter les convictions de celui qu'elle engage. Pour ceux qui l'oublieraient dans l'activité, les conversations sont constamment enregistrées, notamment lors des échanges téléphoniques, comme la plupart des échanges en salle de marché. Toutes ces conversations se font aussi dans des espaces ouverts aux yeux et aux oreilles de tous.

Ces derniers points ont d'ailleurs permis l'utilisation d'un enregistreur sans qu'il y ait la moindre appréhension, seul un accord de confidentialité était explicitement confirmé. À ce stade, nous avons retranscrit les récits obtenus tout en gardant nos cahiers, notre système d'annotation et nos classeurs tendant de plus en plus vers des classements par catégories formelles grâce à des éléments dans les discours recueillis qui étaient plus descriptifs ou plus explicatifs, plus explicites ou plus implicites.

Les matériaux devenant cependant de plus en plus lourds et le travail sur les catégories devant sans cesse s'affiner, une aide de traitement informatisé s'est avérée indispensable à notre organisation. Nous nous sommes partiellement appuyé sur le logiciel NVIVO7, d'abord

car ses concepteurs font explicitement références à la GT puis, après sensibilisation et formation, pour ses caractéristiques d'aide à la classification dans une utilisation qui reste assez souple et nous permettait d'intégrer le travail d'analyse déjà initié à la phase précédente, des retranscriptions sans simplification, des sources autres que les entretiens (articles académiques, professionnels, etc.). Il a fallu cependant faire attention à ne pas se faire piéger par la facilité de faire des classifications à l'infini dans ce genre de logiciel et la méthode cahier/classeur et papier/crayon pour analyser a aussi été appréciable et efficace dans sa matérialité.

Notre approche est restée itérative, avec deux rencontres successives de vingt interviewés<sup>57</sup> exclusivement opérateurs de marché (douze exerçaient sur le *front office* en tant que vendeur, trader ou négociateur ou sur l'analyse financière ; quatre étaient sur des fonctions supports comme le *back-office* ou les services de contrôle et de déontologie ; quatre autres avaient des fonctions d'encadrement managérial). Ces rencontres se sont étalées, entre 2007 et 2009, en deux vagues, suite à la crise financière et économique, soit au total quarante rencontres ou échanges.

Ce nombre peut paraître faible mais il faut considérer que nous étions seule et avec un espace temps limité pour nous comme pour les praticiens disposés à travailler sur ce projet. Ils ne pouvaient être disponibles, le plus souvent sur leur lieu de travail, qu'après la fermeture des marchés, et ceci pour au minimum deux heures car le récit de pratiques est souvent assez long. De plus, nous avons voulu varier les sociétés de *brokerage*, mais nous étant limité principalement à la Place de Paris et accessoirement à Lyon, il n'existe pas un grand nombre de PSI du type négociateur retenu, seulement une vingtaine ont une taille, des activités et une pérennité significatives.

Par ailleurs, la crise ayant explosé sur les marchés financiers au moment même de nos rencontres, nous avons pensé qu'il serait judicieux, plutôt que d'élargir notre panel, alors même que nous arrivions à un certain seuil de saturation, de revoir une deuxième fois les vingt praticiens interrogés précédemment, ne serait-ce que pour examiner si les informations reçues étaient stables ou fortement liées au contexte *ante, in* et *post* crise.

---

<sup>57</sup> Cf. Annexe 7 : Liste des récits de pratiques.

Après la réaffirmation du projet de recherche, l'acceptation d'un protocole de recherche et suivant quelques points clés comme guide d'entretien<sup>58</sup>, la structuration générale des rencontres s'est faite sur les piliers suivants :

1. Le cheminement de l'opérateur de marché (récit du parcours d'emploi).
2. L'évolution de la fonction (récit de l'évolution en cours du contexte, des réorganisations, de la crise...), ainsi qu'une réflexion autour de l'avenir personnel et de l'activité (co-construction éventuelle autour de façons de faire renouvelées).  
C'est ce deuxième pilier qui a été plus approfondi lors des secondes entrevues.

Ces récits de pratiques ont permis de cerner plus particulièrement les singularités mais aussi les points communs dans les parcours et les pratiques de chacun, ainsi que dans les différentes organisations auxquelles ils appartenaient. Ils ont signifié pour nous divers niveaux d'analyse, avec d'abord la mise en relief de thèmes de façon verticale et d'une approche plus comparative (Quelles récurrences entre les récits ?) de façon horizontale ; puis, dès que nous avons eu un sentiment de saturation des thèmes, une approche plus compréhensive visant à obtenir une sorte de représentation des liens entre thèmes et du processus potentiellement sous-jacent a été privilégiée. En fait, le travail opéré à travers le récit de pratiques est celui préconisé sur les opérations de catégorisation dans la GT et qui consiste « à distinguer et à nommer différentes classes d'éléments présentant une certaine homogénéité, les catégories » (Comeau, 1994).

Nous avons ainsi obtenu une catégorisation substantive avec des caractères ou émergences que nous avons qualifiés d'exogène et d'endogène. Les premiers caractères s'appliquent plus au contexte externe et interne de l'activité et de l'organisation *brokerage* (le *macro* et le *méso*), tandis que les deuxièmes sont plus portés par les praticiens eux-mêmes (le *micro*) comme nous le verrons plus en détail tout au long du chapitre suivant qui permet aussi de comprendre le passage à une catégorisation formelle. Ce passage s'est essentiellement opéré durant cette phase à dominante inductive de notre boucle de connaissance ; il a été complété par un système d'inférences qui a favorisé l'émergence de liens entre les catégories produisant ainsi un schéma ou un système conceptuel plausible. Il sera présenté, quant à lui, dans le dernier chapitre de cette thèse.

---

<sup>58</sup> Cf. annexes 6 et 8 : Convention peéalable aux récits de pratiques et Guide d'aide.

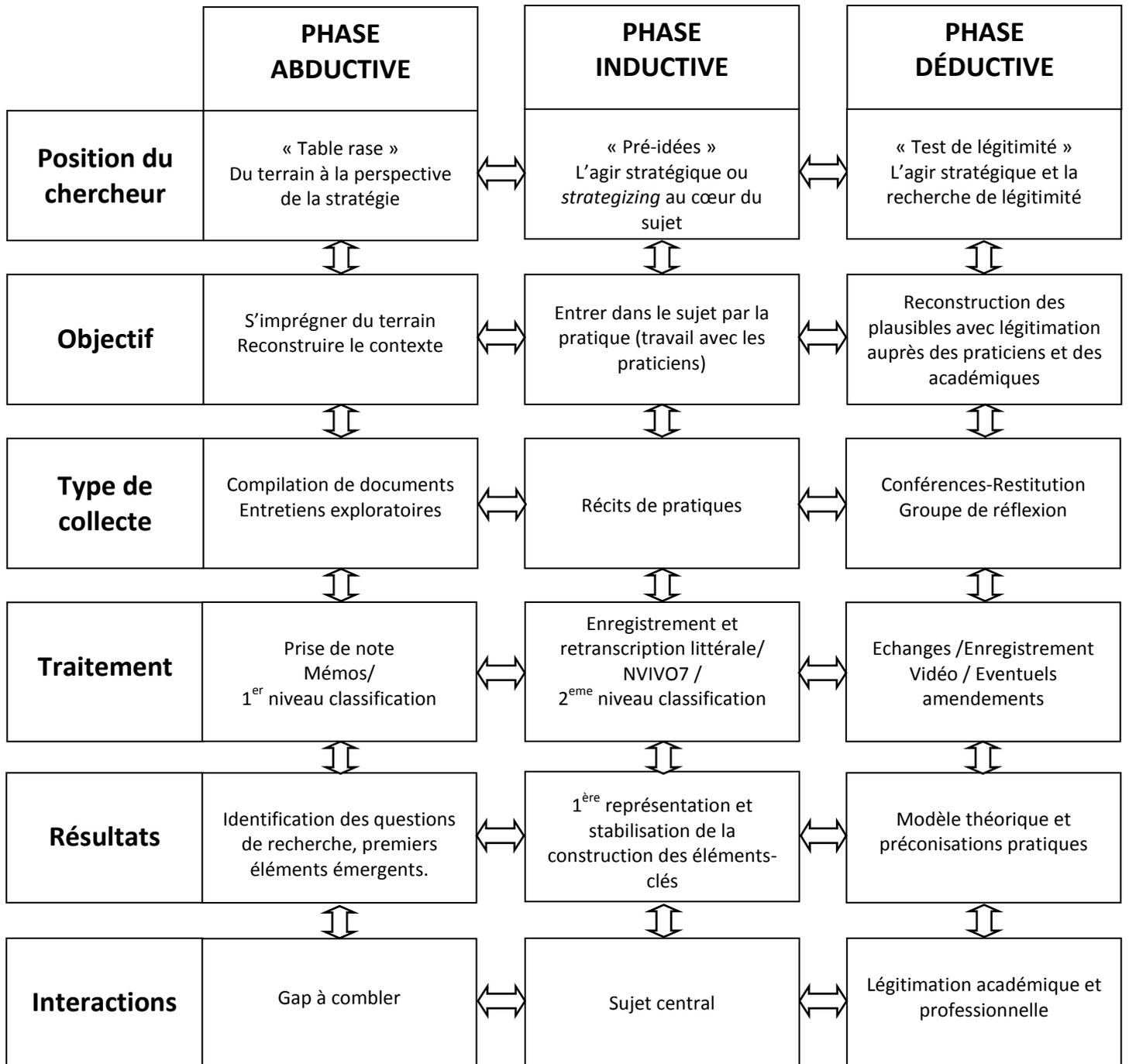
### ***Phase à dominante déductive : observations directes et entretiens de légitimation***

Cette phase a été pour nous la plus rapide à mettre en œuvre et elle est, en quelque sorte, encore en cours. En effet, ici il ne s'agit pas de tester une vérité découverte mais bien, comme vu dans le canevas d'Avenier (2007, 2009), de communiquer auprès des académiques et des praticiens sur le modèle conceptuel proposé, voire de l'activer en contexte.

Le travail de thèse ne se stabilisant qu'à la fin de la rédaction et lors de la soutenance devant un jury reconnu, ce modèle ne sera donc véritablement à l'épreuve académique que lorsqu'il sera lu par des académiques, ou que nous le défendrons oralement devant cette communauté. Toutefois, des communications, lors de présentations en ateliers de recherche internes ou externes à notre laboratoire de rattachement, ou lors de conférences académiques, sur les élaborations en cours, ont déjà été faites, lors de ce long parcours itératif. Les retours que nous avons eus, nous ont aidé à affiner le travail de théorisation et se sont montrés encourageants quant à la légitimité et aux perspectives de notre démarche de recherche.

Sur le plan des praticiens, nous avons proposé une présentation-réaction à un petit comité d'une dizaine des interviewés et quelques autres professionnels des marchés. Nous les avons réunis à la suite d'un atelier sur la finance de marché que nous avons organisé à Lyon au printemps 2010. Deux étaient des interviewés de la première phase : l'un, investisseur institutionnel, et l'autre, membre d'une organisation de contrôle des activités de marché. Huit avaient participé à la phase plus inductive par des récits de pratiques, et étaient donc des opérateurs de marché. Un petit groupe de cinq praticiens n'ayant pas participé en amont à la recherche a été ajouté ; il s'agissait des représentants d'une même société de *brokerage* et d'un membre d'association professionnelle en finance. Le modèle conceptuel les a interpellés, une grande majorité a eu le sentiment que ce travail avait mis des mots là où ils n'avaient que des ressentis assez vagues. La totalité souhaitait que le travail de recherche continue pour aider à réfléchir sur des renouvellements de pratiques ou pour aboutir à une réflexion plus pratique pour aider à développer des *business models* revus. À ce jour, ces échanges ont conduit à la concrétisation de projets de collaboration académiques et praticiens sur deux sujets annexes ou complémentaires à la recherche développée dans cette thèse.

**Tableau 3. Synthèse de la mise en œuvre méthodologique**



## Conclusion du chapitre

Ce chapitre a permis de comprendre, en précisant notre ancrage épistémologique et la méthodologie déployée lors de notre recherche, quelle a été ici notre ambition pour élaborer « des connaissances valables » au sens de Piaget (1967a), c'est-à-dire légitimes au plan épistémique dans le paradigme épistémologique constructiviste pragmatique tel qu'entendu par Avenier (2007, 2009). Une large part a été laissée à la sensibilité du chercheur mais aussi à son empathie pour l'écoute et la compréhension d'autrui en partant de l'expérience même des praticiens détenteurs de savoirs précieux pour nous éclairer.

Cette démarche a été favorisée par une stratégie d'enquête développée sur le modèle de la GT et faisant la part belle au couple abduction-induction. Elle s'est appuyée sur des techniques variées et aptes à capter la richesse et la complexité des informations recueillies avec comme outil majeur, le récit de pratiques qui par sa richesse permet d'espérer intégrer une grande complexité terrain.

Il convenait de faciliter la reconstitution ou reconstruction d'un processus plausible pouvant éclairer ce qui peut être au cœur de l'agir stratégique dans l'activité et les organisations du *brokerage* sans oublier ceux qui en sont les principaux acteurs. C'est ce que nous allons tenter de présenter dans les chapitres suivants. Ce processus pourra éventuellement aider à imaginer des possibles, une sorte de repérage pour une action à continuer ou à faire évoluer pour la survie, l'adaptation ou non d'un système, d'une activité et de son organisation type.



**CHAPITRE 4.**  
**AGIR STRATÉGIQUE ET BROKERAGE :**  
**ÉLÉMENTS-CLÉS ÉMERGENTS**



« *S'il n'existe pas de fondement de certitude à partir duquel on puisse développer une connaissance vraie, alors on peut développer une connaissance comme une symphonie. On ne peut pas parler de la connaissance comme d'une architecture avec une pierre de base sur laquelle on construirait une connaissance vraie, mais on peut lancer des thèmes qui vont s'entre-nouer d'eux-mêmes* ».

Edgar Morin (2006).

## Introduction

Après avoir présenté le sujet et le contexte de notre recherche, ainsi que l'esprit et la manière avec laquelle elle a été conduite, il convient de partager dans ce chapitre les éclairages qui ont pu être obtenus à travers le travail avec les praticiens ainsi que celui de conceptualisation. Cette étape consiste en un double rendu, avec, d'une part, des exemples de matériaux bruts et, d'autre part, notre première élaboration d'un travail de représentation. Pour cela, nous allons ici tenter de donner à voir, en reprenant la terminologie de la *Grounded Theory* (GT), comment s'est fait le passage des catégories substantives aux catégories formelles. Ces dernières seront ensuite liées plus finement pour mettre en évidence au chapitre suivant, les interférences avec une montée conceptuelle et théorique facilitant la construction d'un modèle ou d'une grille de lecture pour appréhender l'agir stratégique dans l'intermédiation de type *Brokerage*. Il s'agit de reconstituer ou de reconstruire un processus plausible pour imaginer ce qui peut être au cœur de ce *strategizing*.

Le présent chapitre a donc été écrit de façon à faire apparaître les catégories conceptuelles d'analyse avec leurs deux niveaux : extractions/classification, d'une part, (les encadrés en début de la plupart des paragraphes concernés) et début d'abstraction, d'autre part, (le corps des paragraphes eux-mêmes). Ainsi, en début de paragraphe, des encadrés reprennent mot pour mot des prises de note d'entretiens (Codage = E pour « entretien » + numéro de passage + initiales du praticien) ou des extraits de récits de pratiques (Codage = RP pour « récit de pratiques » + numéro de passage + initiales du praticien) ainsi que des passages de documents de sources primaires ou secondaires utilisés lors du codage en catégories substantives. Il ne s'agit pas de reprendre tous les matériaux mais uniquement de donner des exemples d'extraits ou de synthèses qui semblent particulièrement illustratifs pour le travail mené, aussi bien dans son déploiement que dans son aboutissement. Ce n'est donc pas une

présentation exhaustive, mais bien illustrative pour permettre de décrire le cheminement de connaissance que nous avons suivi dans cette recherche.

Le reste de la rédaction, l'assemblage par thèmes et le début d'une construction théorique tendent à dévoiler les catégories formelles qui ont été regroupées en deux grandes familles : celles ayant des caractères que nous avons considéré comme exogènes aux praticiens et celles plus portés par les individus eux-mêmes avec une dimension.

Nous avons donc divisé ce chapitre en deux parties principales qui sont respectivement, les émergences contextuelles ou exogènes aux praticiens comprenant des facteurs historiques, politiques et socioculturels, des facteurs réglementaires ou des facteurs techniques, puis les émergences individuelles ou endogènes touchant plus à des dimensions vécues et perçues par les praticiens telles que le pouvoir, la réputation et la confiance, l'identité et la légitimité. Cette division souligne le caractère dialogique de la stratégie et de sa formation (Dameron et Torset, 2012).

#### **4.1. Émergences contextuelles ou exogènes**

Ce qui frappe le plus, à travers la lecture des documents concernant l'intermédiation de type *brokerage* sur ces vingt dernières années, mais aussi ce qui ressort à travers les paroles des praticiens, c'est l'évolution accélérée que la Bourse a connue en France dans ses pratiques. Cette évolution s'est pourtant faite toujours autour d'une dominante constante dans les activités de marché, qui est la relation marchande comme raison d'être du système, c'est-à-dire « un échange dont les termes sont clairement définis et résultent d'un accord avec les parties prenantes » (Le Velly, 2009). Même si la pratique sur les marchés semble un peu plus complexe car ces échanges peuvent aussi être caractérisés par un esprit de partage, de statuts et de réciprocité, c'est bien autour de cette relation que se sont mis en œuvre des équilibres qui ont portés tels ou tels acteurs à influencer le contexte global, contexte dans lequel sont pris les diverses parties prenantes dont les opérateurs de marché des sociétés de *brokerage*. Ce contexte est surtout prégnant sur les plans historique, politique, socioculturel, réglementaire et technique.

#### 4.1.1. Le poids historique, politique et socioculturel

Le premier élément, qui semble très fort chez les praticiens rencontrés comme dans les documents consultés consacrés au contexte du *Brokerage* (cf. les archives d'Euronext et de l'AMF), c'est le recours à la mémoire individuelle ou collective et à son corollaire, l'histoire, pour tenter de comprendre et d'expliquer le présent par le passé. Ceci nous rappelle que l'histoire peut être une précieuse auxiliaire pour la recherche en sciences de gestion, elle « peut contribuer à réduire la tension entre un savoir dont l'objet est d'aider à l'action et une critique qui, poussée sans limites, conduit à l'inhiber » (Zimnovitch, 2002), tout en facilitant une compréhension des facteurs qui ont joué pour traduire des savoirs pratiques en savoirs théoriques ou institutionnalisés. Cette histoire permet de faire ressortir des éléments essentiels qui ont joué sur le développement des sociétés d'intermédiation de la Bourse en France depuis ces vingt dernières années : le marché unique européen, l'internationalisation et les crises ainsi que la montée en puissance d'un nouvel acteur.

##### 4.1.1.1. Tentative de construction d'un marché boursier européen

###### Encadré 1

###### Code « Mondialisation », sous code « Europe »

###### a. Extrait de récit de pratiques RP13PEa, négociateur depuis 19 ans, retranscription d'après enregistrement :

*« Je me souviens bien du passage à l'Euro sur la Bourse. Je crois que c'était le truc le plus excitant pour moi qui croyais en l'Europe. Je me suis dit, "ça y est, on y est, c'est la fin d'un monde, fini nos sociétés franco-françaises pour boursicoteurs locaux, enfin une vraie Europe en marche".*

[...]

*L'Europe, j'y ai cru mais bon (sourir) maintenant, c'est encore un cran au dessus, c'est "global" comme ils disent. Bientôt, si ça continue comme ça, il n'y aura plus qu'une Bourse mondiale. Remarquez, c'est presque le cas si on regarde ce qui se passe pour la cotation des grosses capi. et les gros fonds d'investissement mondiaux.*

[...]

*On se sent petit-petit »*

###### b. Extrait de l'article « Quels visages pour l'Europe financière de 2015 ? » de V. Lefèvre, Directeur Eurogroup, dans *RB Revue Banque*, n° 700, mars 2008 :

*« La course à la taille et au prix va faire durer la tendance à la concentration des acteurs de la finance en Europe. Au vu des évolutions en cours, trois grands modèles peuvent être dessinés à l'horizon 2015.*

[...]

*S'il est difficile de deviner comment les transformations en cours vont finalement se combiner, il est tout de même possible de dessiner quelques scénarios.*

*Premier scénario, l'émergence d'une Europe multipolaire: la conjonction des investissements nécessaires et des évolutions techniques pousse vers une concentration non seulement en termes d'acteurs mais aussi géographique.*

[...]

*Deuxième scénario, une Europe concentrée sur une place quasi unique. Cette hypothèse pousse à l'extrême la logique de concentration sur un petit nombre d'acteurs.*

[...]

*Dernier scénario : aucun mouvement ordonné de spécialisation ne se produit. L'Europe financière décline progressivement au profit de nouveaux marchés et de nouveaux grands acteurs mondiaux. Ce scénario catastrophe marquerait naturellement l'échec de la méthode de construction européenne telle*

*quelle est actuellement engagée. »*

**c. Résumé d'un texte académique, Fligstein et Stone (2002), « Constructing Politics and Markets: An Institutional Account of European Integration » :**

*ABSTRACT : « As institutions and governance structures develop in modern markets, they tend to “feed back” onto economic activity. Through such feedback loops, market and political arenas can develop symbiotically into relatively coherent “fields” that gradually embed actors’ orientations and activities. Using these insights, this article develops and tests a theory of European integration focusing on the case of the European Community, the first pillar of the European Union. Traders, organized interests, courts, and the EC’s policy-making organs, over time, have produced a self-sustaining causal system that has driven the construction of the European market and policy. ».*

Comme mentionné dans le chapitre 1, à l’occasion de la présentation des fondements historiques des marchés financiers, les dates marquant les événements capitaux sont très importantes pour comprendre l’organisation des activités de *brokerage* et les inflexions de leur environnement, inflexions auxquelles elles ont dû faire face pour s’adapter volontairement ou non. Les extraits présentés ci-dessus soulignent une de celles qui a été ressentie comme des plus fortes par les acteurs de la Bourse française : l’intégration européenne. Comment ?

Nous nous souvenons que dans les années 1980, comme sur les différentes places financières des pays développés, les organisations et les acteurs qui animent le marché parisien ont subi l’influence d’un contexte économique international fortement marqué par la montée en puissance du modèle néo-libéral américain, porteur de nouvelles pratiques axées sur un certain modèle d’institutionnalisation et de modernisation (Belze et Spieser, 2005). Nous avons noté que c’est à ce moment là que s’est opéré, en France, le passage d’une économie d’intermédiation bancaire à une économie ouverte au financement direct avec un lot important de modifications pour les sociétés de type *brokerage* alors même qu’elles avaient connu des décennies de stabilité. Depuis les années 1990, les pouvoirs publics n’ont eu de cesse que de satisfaire ce modèle, d’autant plus qu’il est aussi celui qui est déterminant au niveau des autorités européennes alors pleinement actives pour tenter de renforcer un grand marché européen qui serait aussi boursier. Ce phénomène européen va donner le la aux années qui nous intéressent, ceci tout au moins jusqu’au milieu des années 2000. Comme déjà vu, pour intégrer l’Europe boursière, la France adapte la réglementation nationale à la Directive européenne sur les services d’investissement avec, en 1996, la loi dite de « modernisation des activités financières ». Avec cet acte, c’est la porte ouverte à la concurrence et donc la fin des monopoles de négociation qui est signée pour les sociétés de bourse qui auraient pu encore se rêver comme les héritières des agents de change. D’autres bourses peuvent s’implanter sur le

territoire français, les opérateurs nationaux peuvent faire de même ou plus simplement négocier des titres d'autres pays européens.

On assiste alors à de fortes concentrations au niveau des institutions du secteur boursier, ces concentrations se font aussi bien au niveau national qu'euro-péen. Ainsi, le Nouveau Marché, qui s'est créé en 1996 sur le modèle du NASDAQ\* pour les jeunes entreprises innovantes, s'associe aux allemands, belges, hollandais et italiens pour donner le réseau EuroNM tandis que peu à peu les divers opérateurs globaux qui structurent la Place de Paris fusionnent pour aboutir à une nouvelle société en 1999, ParisBourseSBF SA préparant pour septembre 2000, les fusions de la Bourse de Paris avec celles d'Amsterdam et Bruxelles, puis Lisbonne en 2002, pour former EURONEXT NV, société de droit néerlandais. Il faut alors comprendre que nous sommes là face à une véritable révolution au niveau de la structure et des institutions d'un système boursier car jamais jusqu'ici des bourses de pays différents ne s'étaient ainsi coalisées. Cette situation a été favorisée par la mise en place de l'Euro en 1999 comme monnaie commune aux divers marchés concernés et par le fait que la proximité des places impliquées permettait un système de cotation en simultané sur les mêmes plages horaires.

Nous avons constaté au Chapitre 1 que la mise en place d'EURONEXT comme entreprise privée cotée sur elle-même dès 2001, avait impliqué tout une série de services pour les intermédiaires de type *brokerage*. Ces services, certes payants, ont conduit à des externalisations d'activités des organisations concernées – notamment la gestion de certaines opérations boursières plus techniques ou administratives – et à des concentrations sur le cœur de métier. Surtout, la plupart des praticiens rencontrés y ont vu une accélération pour arriver à un modèle de marché européen continental totalement intégré. Cependant, ils s'accordent pour reconnaître que, dans un premier temps, cet objectif n'a été que partiellement atteint car d'autres intérêts se sont mis en travers et ont conduit à la situation actuelle.

En fait, au delà de la volonté politique d'un grand marché boursier unique en euros, c'est un idéal de performance et de quête d'efficience qui va prédominer. Donc, suite au mouvement de démutualisation qui a débuté avec les années 1990 et à son corollaire qui est la cotation des entreprises de marché gérant les places européennes, c'est un phénomène de globalisation de ces mêmes places qui se met en place. Ce phénomène, qui est fait de fusions à l'amiable aussi bien que de tentatives d'OPA hostiles, va dépasser les frontières européennes. Les années 2000 voient se développer des tentatives de rapprochements plus ou moins réussies et le mariage de NYSE-EURONEXT marque pour les opérateurs de marché,

l'échec d'une politique pan-européenne de marché boursier basé sur des valeurs continentales ce qui signifie pour les plus anciens d'entre eux un modèle plus favorable à une certaine écoute des émetteurs qui étaient considérés avec autant d'égards que les investisseurs. Cette révolution du système boursier n'a pas été comprise, selon les retours obtenus, par les politiques qui se sont faits, dès lors, dépasser par une mutation générale qu'ils ne pouvaient plus maîtriser ; elle s'est posée comme une nouvelle forme de capitalisme imbriquant de plus en plus fortement les sphères financières et l'économie réelle. Ce capitalisme a mis implicitement au cœur même de son fonctionnement, non plus les principes de production et de croissance mais ceux de l'épargne et de la constitution d'un patrimoine avec comme objectif la création de valeur pour l'actionnaire sur le modèle déjà mis en place aux États-Unis à la suite de la crise des années 1970 (Fligstein, 2001). Ce capitalisme s'est d'autant plus facilement installé en Europe que les grands fonds américains, en recherche de diversification, sont arrivés sur les marchés du vieux continent qui s'ouvraient.

#### 4.1.1.2. Les crises du système

##### Encadré 2 Code « Crise »

**a. Extrait de récit de pratiques RP17JGb, jeune trader depuis 4 ans, retranscription d'après enregistrement :**

« Les crises font partie du paysage de nos activités. Pour nous, elles sont une situation de plus à analyser, à gérer.

[...]

Malgré l'impact sur les marchés, les crises n'empêchent pas de travailler, on vendra. Le problème, c'est au contraire lorsqu'il ne se passe rien. (Pause) Peut-être même que finalement, pour nous la crise, c'est mieux.

[...]

J'étais pas encore sur les marchés lors de l'éclatement de la bulle internet mais ce sont les entreprises qui ont le plus soufferts pas les activités en bourse. Là, avec la crise actuelle, ça me semble plus dur pour tout le monde. »

**b. Extrait de récit de pratiques RP16DFb, analyste puis économiste de marchés actions depuis 24 ans, retranscrit d'après enregistrement :**

« J'ai toujours eu le sentiment de vivre dans une activité en dents de scie. Nous sommes tributaires des cycles économiques que nos réactions d'ailleurs touchent aussi pour le pire comme le meilleur. Souvent, des situations de crise nous tombent dessus sans crier gare mais pour être honnête, la dernière crise, nous l'attendions. Comment imaginer que certains d'entre nous – et ce n'est pas la majorité – puissent jouer aux apprentis-sorciers avec des modèles et des produits de plus en plus sophistiqués mais déconnectés de la réalité des entreprises.

[...]

Pour qu'une crise de cette ampleur – et nous sommes encore en plein dedans – soit évitable, c'est une refonte du système qui est à envisager et ça ne devrait pas seulement nous concerner. Nous sommes tous dans le même navire.

[...]

Il faut arrêter de nous considérer comme des moutons noirs. »

Certains des acteurs rencontrés – là aussi, ceux qui étaient les plus anciens ou se trouvaient à des postes de management ou dans les institutions d'organisation des marchés – nous ont dit avoir réalisé cette évolution tout en ayant le sentiment d'être pris dans un système qui, peu à peu, les instrumentalisait. Ils sont devenus des « hommes-machines » – pour reprendre l'expression de l'un d'entre eux – qui devaient servir le nouveau système. Ce dernier marquait sa reconnaissance en leur redistribuant des revenus conséquents, voire une certaine situation ou image dans la société. Ce système a aussi favorisé l'éclosion de nouvelles familles d'opérateurs, avec des profils d'ingénieurs et beaucoup plus techniques, c'est-à-dire plus portés sur les chiffres et les modèles que sur la lecture des facteurs macro et micro-économiques, voire la situation des entreprises. Cette nouvelle famille d'opérateurs a aussi été à l'origine de nombreux produits financiers, de plus en plus sophistiqués, et de nouvelles façons de faire sur les marchés financiers ; elle s'est posée aussi comme sa nouvelle élite en matière d'intermédiation avec une figure de proue qui a été, dans l'imaginaire collectif, celle du *trader*. La société de *brokerage* et les opérateurs plus traditionnellement axés sur la négociation classique des produits actions qui nous intéresse ici, se sont donc retrouvés au second plan du système mais en parallèle totalement absorbés par celui-ci en interne et assimilés à celui-ci en externe. Cette situation peut expliquer qu'ils aient parfois ressenti un malaise avant-coureur concernant une situation de crise en devenir, tout en étant, au moment où ces crises se sont effectivement développées, désignés comme co-responsables de ces situations difficiles.

Ici, le sujet n'est pas de revenir en détail sur les crises de ces dernières années en finance, mais plutôt de comprendre comment elles ont été vécues, interprétées et avec quelles conséquences, par et pour les acteurs du *brokerage* français dans leur agir stratégique. Il ne s'agit donc pas de donner une explication des origines et du déroulé de toutes les crises économiques et financières qui ont émaillé ces dernières années. En fait, seules celles qui peuvent être considérées comme des krachs boursiers nous intéressent, c'est-à-dire celles qui ont vu l'éclatement d'une bulle spéculative. Elles sont au nombre de deux dans la dernière décennie avec celle de 2000 dite « crise internet » et celle de 2007-2008 dite « crise des *subprimes\** ». Lors de ces deux crises, aucun système de régulation et outils électroniques mis en œuvre (par exemple, coupe-circuits pour l'arrêt des cotations) n'a été suffisant pour tenter d'arrêter la contagion. Elles ont aussi souligné le résultat de l'entrée du virtuel dans le monde de la Bourse et sa difficile estimation en termes de valorisation, puisqu'il n'y a plus de lien direct entre activité effective et valeur objective. Elles se sont accompagnées de quelques

malversations rendues possibles pour qui maîtrise le mieux les outils techniques et les nouveaux produits financiers. Nous noterons que ces malversations sont souvent le fait de manipulations comptables – cf. l'affaire ENRON – ou des mécanismes favorables à des structures de type banque d'affaires ; elles visent essentiellement à enrichir des dirigeants d'entreprises ou des organisations financières au détriment des actionnaires devenus la figure centrale des marchés.

Ces crises sont importantes pour saisir aussi la pression exercée socio culturellement sur la bourse traditionnelle, dont fait partie le *brokerage* étudié ici. Les sociétés ont été atteintes par la panique générale et ses acteurs ont été assimilés au mouvement global. Les pouvoirs publics s'efforcent, au moins dans le discours, de trouver des solutions et des coupables. La plupart des praticiens avec qui nous avons échangé, se sentent cependant désignés comme « des moutons noirs », un peu trop simplement car selon eux, les crises sont issues de problèmes plus profonds, avec en particulier, un bouleversement des relations et des équilibres de pouvoir au sein des échanges marchands sur la Place de Paris -de même qu'ailleurs dans le monde.

Il ne faut pas oublier que, si les marchés financiers se sont retrouvés au cœur de l'économie, cela résulte de choix délibérés de politique économique, des choix portés par des pays qui se sont placés sous le signe de l'ouverture, pour laquelle l'ensemble des pouvoirs publics ont œuvré. En France, la modernisation financière s'est faite en suivant ce schéma et ce n'est que très récemment, face à la profondeur de la dernière crise, qu'une sorte de prise de conscience semble émerger. Mais beaucoup des praticiens entendus se demandent si les politiques appréhendent bien les racines du problème qu'ils ont, eux mêmes, contribué à créer en facilitant l'autonomie et le renforcement de la sphère financière. Cette autonomie se traduit par la montée en puissance des actionnaires. Il s'agit non pas des actionnaires multiples et éclatés, capables d'assurer un équilibre des forces, tel qu'imaginé dans l'approche microéconomique néoclassique, mais de certains actionnaires, organisés en groupes de pression puissants, autour de gérants de fonds à la recherche de liquidités et de positions facilement dénouables et aidés en cela par une technologie toujours plus performante. Ces gérants de fonds, investisseurs organisés qui recouvrent plusieurs visages, constituent une sorte d'élite dirigeant une *République des actionnaires* pour reprendre le titre de l'ouvrage de Gomez (2001), « République » qui n'obéit qu'à un seul mot d'ordre qui est la création de valeur, au risque d'ignorer l'économie sous-jacente et d'aboutir à une destruction allant à l'encontre du but recherché à long terme.

### 4.1.1.3. La montée en puissance de l'investisseur institutionnel

#### Encadré 3

#### Code « réseau » sous-code « investisseur institutionnel »

**a. Extrait suite entretien E01GC, responsable de salle de marché ventes actions, en activité depuis 18 ans, retranscription d'après notes :**

*« La logique de la création de valeur semblait donc tout à fait porteuse dans la mesure où en face, les interlocuteurs privilégiés des brokers, les gérants institutionnels s'organisaient de plus en plus de façon globale, en se basant sur une approche quantitative avec des flux massifs en arrivée et des comptes à rendre devenus mensuels afin d'afficher une performance toujours plus attractive pour leur client final : les particuliers.*

*En France, à l'aube des années 2000, on pensait sur les marchés que c'était la fin d'une gestion qui ne serait pas au minimum pan-européenne et misant sur la liquidité des titres - donc plus axée sur les grosses capitalisations que les petites, ces dernières pouvant venir finalement se rajouter en option pour donner un peu de sel au portefeuille. On a alors pensé l'organisation du métier de broker, en fonction de cette nouvelle perspective en matière d'Asset Management.*

*Les Anglo-saxons nous avaient précédés en la matière en instituant des brokers dits "globaux", ils pouvaient facilement se le permettre car la masse d'actifs sous gestion dans leurs zones d'origine amortissait au sein de la maison mère le maintien d'équipes plus spécialisées même si, a priori, moins rentables. La question qui s'est alors posée pour les grandes banques françaises a été de suivre ou non le mouvement. Beaucoup ont choisi la voie de la globalisation à force de réorganisations et de mise aux standards - conduisant d'ailleurs certaines à déplacer le centre névralgique de leur salle parisienne vers Londres. Mais elles ont souvent dû s'amputer de la partie spécialisation - notamment sur les petites et moyennes entreprises - pour tenir et financer leurs projets. En parallèle, elles restaient des compétiteurs de deuxième rang à l'échelle mondiale. Quelques brokers locaux se sont maintenus pourtant, alors même que leur fin prochaine semblait signée. Des gérants aux objectifs plus nationaux comme CDC, AXA AM et des petites boutiques comme LEVEN Gestion ont continué à travailler avec eux car ils représentaient l'épicerie fine face aux supermarchés de l'information financière.*

*Aujourd'hui, notamment avec les crises et des temps plus difficiles en matière de sélection des titres, les brokers locaux refont parfois surface. Nous sommes probablement dans une époque de transition et de mutation du métier de broker avec, espérons-le, un début de prise de conscience des institutions de marché et des politiques.*

*L'on peut penser à des développements récents tels que le soutien pour l'analyse indépendante visant à assurer le suivi sur le long terme de titres qui seraient oubliés. Il semble y avoir également une redistribution en amont. Les gérants semblent rechercher une nouvelle logique, notamment sur le modèle de fonds américains précurseurs en la matière - tel celui de General Electric - qui s'appuient sur une stratégie d'investissement dite "en architecture ouverte", avec une politique de référencement des brokers très large, car mettant l'accent avant tout sur un discours différenciateur qui va aider à identifier la « substantifique moelle » et pas que du standardisé. »*

**b. Extrait de récit de pratiques RP06GVa, négociateur en activité depuis 23 ans, retranscription d'après enregistrement :**

*« Aujourd'hui les investisseurs internationaux détiennent près de 45 % de la capitalisation de la Bourse de Paris. Ils sont pour la plupart américains ou travaillent dans la même logique, autant dire qu'ils font la loi sur le marché et c'est "marche ou crève" ! Soit tu t'adaptes à leurs méthodes, soit t'es mort. [...]*

*Les gérants français, ils font pareil, d'ailleurs tout ce beau monde vient du même milieu, ils ont été assis sur les mêmes bancs et maintenant, ça travaille ensemble. »*

**c. Extrait travail académique, « Anthropologie politique de la finance contemporaine: évaluer, investir, innover », Ortiz (2008).**

*Abstract : « Ce travail est le produit d'une enquête de terrain menée en réalisant trois stages en entreprise entre 2002 et 2004 et 68 entretiens enregistrés : Brokers Inc., une entreprise de brokerage établie à New York, vendant de l'information financière sur des actions cotées en Europe à des gérants de fonds d'investissement basés aux États-Unis (2002) ; Hedge Consulting, une société de conseil en investissement spécialisée dans la "gestion alternative" (hedge funds) (2003) ; et une équipe de gestion de fonds investissant dans des dérivés de crédit (asset backed securities) dans Acme, une grande multinationale française de gestion de fonds pour tiers (2004) ; les deux dernières entreprises étant basées à Paris.*

Le but de la recherche était de comprendre les logiques des pratiques quotidiennes à travers lesquelles s'exerce le pouvoir financier. Celui-ci est apparu comme le fait d'institutions spécifiques, les entreprises financières, qui définissent la valeur et distribuent des ressources financières selon des logiques organisationnelles et des imaginaires financiers spécifiques. Ces imaginaires se retrouvent dans les philosophies politiques et morales libérales dans lesquelles le sujet libre de l'échange joue un rôle central. [...].

**Évaluer :** l'évaluation financière se fait aujourd'hui en mobilisant une ontologie de la valeur financière qui définit les objets d'investissement, tels que les actions ou les dérivés de crédit, comme ayant une valeur intrinsèque, défini par le rapport libre et immédiat entre le sujet évaluateur et l'objet, une valeur relative, définie par la comparaison entre différents objets, et une valeur de marché, définie par l'acte de l'échange. Dans la pratique quotidienne des analystes financiers, des vendeurs d'information financière, et des traders de Brokers Inc. et dans celle des gérants de fonds observés, ces approches de la valeur et la figure censée les réaliser définissent et légitiment les procédures d'évaluation et d'investissement. Elles organisent les différentes tâches professionnelles, les rapports commerciaux entre entreprises et les rapports entre professionnels au sein d'une même entreprise. La définition de la valeur par la finance contemporaine est ainsi le fait de salariés dans des organisations hiérarchisées, dont les procédures sont organisées par la figure de l'investisseur libre et de ses trois approches de la valeur. [...].

**Investir :** le pouvoir d'évaluation de la finance contemporaine n'est tel que parce qu'il organise à son tour l'orientation de l'investissement, c'est-à-dire la distribution effective de ressources. La distribution de ressources par la finance contemporaine, notamment dans le cadre de la gestion de fonds pour tiers, se fait par l'achat et la vente d'actifs financiers selon les logiques de définition de la valeur décrites plus haut. Selon les philosophies politiques et morales libérales, l'échange effectué par le sujet libre, en ce qu'il permet une distribution des ressources plus efficiente, contribue à une "création de valeur". Celle-ci était comprise, par tous les professionnels observés, comme le fait de générer des bénéfices pour ses clients, pour son employeur et pour soi-même. ».

La figure principale du client du *brokerage* tel qu'étudié ici, est l'investisseur institutionnel ou gérant de fonds. Il est chargé de collecter des fonds de tiers qu'il doit faire fructifier en les plaçant, dans le cas de notre recherche, en actions. Il s'appuie pour cela sur diverses sources d'informations : médias, fournisseurs spécialisés de données financières comme *Bloomberg\** ou *Reuters\**, analyses financières internes – *buy-side*– et analyses financières externes – *sell-side*– transmises par les acteurs du *front office* des sociétés d'intermédiation financière ; ceux-ci ayant la particularité de la personnaliser. Le gérant est donc une figure capitale car tout est mis en œuvre au sein de l'organisation pour le satisfaire et la relation joue beaucoup sur ce phénomène de personnalisation, passant par une bonne écoute ou empathie et une forte dose d'interactivité pour optimiser l'adaptation des produits ou des services. Comme souligné par Kleiner (2001), « la personnalisation de la relation est cruciale [...]. Elle donne lieu à un "plus" d'analyse ».

Comprendre le *brokerage*, c'est insister sur l'utilité, pour cette organisation de type relationnelle, notamment pour justifier de son utilité, de faire émerger du sens qui soit porteur pour son client – par exemple, justifier une décision d'investir ou non –. Ce sens va être en perpétuelle (re)construction car soumis à des signes sans cesse captés, traités pour produire de l'anticipation active. Il est possible de faire ici un parallèle entre le *broker* et le stratège qui, tous deux et « chemin faisant », se fondent :

« [...] sur un principe d'intervention intentionnelle sans cesse reconsidérée à la lueur des phénomènes qui surviennent au cours de l'action. [...] Il s'agit de combiner du délibéré et de l'émergent, [...] il ne s'agit pas de se comporter seulement de manière réactive, mais aussi, et peut-être surtout, de manière pro-active » (Avenier, 2000).

Les notions d'information et de décision apparaissent au cœur d'une telle démarche. Le *broker* n'endosse peut-être pas directement le poids du passage à l'acte supporté essentiellement par son client, mais n'en conserve pas moins une certaine responsabilité vis à vis de ce même client. Dans le cas du *brokerage*, l'information est à la fois signe et sens, contenant et contenu, flux entrant et flux sortant. Elle est cette information qui se pose comme un ensemble de signes, de messages, que l'on peut recevoir, interpréter et transmettre. Mais elle est aussi la transformation de la connaissance qu'elle produit chez le *broker*-récepteur. Or, il faut reconnaître que l'information n'est pas une marchandise au sens classique et qu'il est difficile d'évaluer la qualité informationnelle. Milon (1999) nous montre que

« [...] l'information reste soumise au paradoxe informationnel [...] : pour pouvoir apprécier la valeur d'une information, il faut que l'acheteur puisse l'évaluer, et pour l'évaluer il doit avoir les moyens de l'apprécier. Mais une fois qu'il la possède, il n'a plus besoin de l'acheter ».

La qualité de l'information est donc d'une évaluation complexe et c'est cet aspect qui devient un élément d'appréciation comme le suggère Mayère (1990). Cette dernière constate que l'information appropriée est toujours une information relative. Ce qui en fait son intérêt, ce n'est pas sa valeur d'usage au sens des économistes classiques, mais sa « valeur d'usage utilisée ». Il faut donc « rompre avec une approche dichotomique offre/demande, et avec les clivages classiques entre sphères de production, de l'échange et de l'utilisation, pour tenir compte de leurs interrelations », ces mêmes interrelations qui sous-tendent le couple investisseurs institutionnels et société de *brokerage*. On comprend que la clé de la transaction se trouve au niveau du service rattaché à l'information. Le *broker* peut donc provoquer une information pertinente – donc valide et valorisable –, non seulement par la création de sens mais aussi par la façon dont il la diffuserait et par son adéquation à un contexte, à un besoin. La valeur de l'information se situe alors, pour paraphraser Milon (1999), entre dette et don, c'est ce qu'il appelle « une valeur escomptée ». Les acteurs du *brokerage* directement en relation avec les gérants, essentiellement les vendeurs, sont investis de la tâche de maintien de la survie de l'organisation dans son ensemble. Ils sont les passeurs d'une information retravaillée et adaptée à ces gérants multifonctions et devant suivre plusieurs sociétés cotées, soit parce qu'investis dans certaines, soit parce qu'ils doivent se diversifier encore pour améliorer les performances attendues par leurs propres donneurs d'ordres. Il est clair qu'une

telle activité dépasse le simple échange marchand et crée des liens d'interrelations beaucoup plus complexes entre investisseurs et intermédiaires.

La relation des gérants de fonds et des acteurs du *brokerage* est centrale pour appréhender l'agir stratégique dans cette activité et ses organisations. Il y a une influence profonde de l'évolution de la situation des premiers sur l'histoire des seconds qui vont suivre les mutations pour conserver un rôle dans cet échange développé autour de cette marchandise si particulière et ambiguë qu'est l'information financière. Les mécanismes de cette évolution au niveau national sur ces dernières années ont été les suivants.

En France, la gestion d'actifs a connu un paradoxe et ce, pratiquement jusqu'à l'orée des années 2000. Elle était à la fois très importante en volume, se positionnant jusqu'à la deuxième place au niveau mondial après les États-Unis mais manquant totalement d'une identité propre. Elle était essentiellement éclatée en trois catégories distinctes avec :

- en premier lieu, certaines banques d'affaire et les courtiers en bourse, voire leurs héritiers, les *brokers* eux-mêmes, plus axés sur la gestion de fortune,
- en second lieu, les assurances avec leur gestion interne d'actifs, puis l'assurance-vie,
- enfin les banques de réseau qui tiennent le haut du pavé avec les fonds de type SICAV et FCP distribués par les agences.

Cette gestion d'actifs subit diverses pressions qu'elle va utiliser pour se constituer une position de pouvoir dans le paysage des marchés financiers français. Ainsi, ses propres clients évoluent avec un profil de plus en plus entreprises, concentrant les intérêts d'une catégorie plus spécifique que des particuliers dispersés. Cette situation s'explique par la possibilité qui est offerte en France de développer l'épargne d'entreprise et par l'arrivée d'investisseurs institutionnels américains et anglais, de type fonds de pension par exemple, pour diversifier leurs positions et donc leurs risques. Après avoir marqué le système financier et économique de leurs pays, ils exportent à partir des années 1990 puis de façon accélérée, leurs façons de faire pour obtenir de la performance. Il y a, sur la Place même de Paris, une confrontation entre les pratiques plus éclatées et artisanales d'une majorité de gérants français ayant vécu jusque-là dans un univers assez protégé et les pratiques plus homogènes des gérants anglo-saxons, pratiques qu'ils ont mis en place à la suite de la crise des années 1970 sur les standards des théories de la finance moderne de marché (théorie du portefeuille, efficience...). Ces pratiques impliquent une série de principes d'organisation qui bouleversent la gestion

d'actifs locale et par là même, les activités qui en dépendent, le *brokerage*. Ces principes reposent sur l'indépendance de la gestion d'actifs face à la banque, l'assurance ou les métiers de l'intermédiation, sur des techniques propres en matières de déontologie et de mesure de performance, sur des équipes de gestion et plus sur un individu phare, sur des classements et des notations des gestions, les fameux « *ranking* » ou classement.

Certains gérants français vont très vite comprendre les avantages qu'ils peuvent tirer d'une telle situation et c'est un jeu de prise de pouvoir pour établir sur les marchés financiers français leur propre positionnement, au détriment des autres professions y opérant. Ils se lancent à la conquête d'une « juridiction », c'est-à-dire d'un ensemble de tâches qui désormais leur seront réservées, quitte à les défendre bec et ongles selon le modèle présenté par Abbott (1988) s'intéressant aux professions. Ce modèle permet notamment de comprendre les diverses étapes de cette prise de pouvoir avec une répartition des tâches entre professions coopérant dans un même milieu et qui va répondre à une idée d'efficacité dominante, puis une prise de conscience du grand public de cette répartition, enfin une formalisation juridique au niveau de l'État. L'activisme est à la base de ce phénomène ; il prend la forme au milieu des années 1990, d'un club de gérants issus des mêmes grandes écoles françaises et qui entendent faire adopter en France, le modèle de gestion à l'anglo-saxonne afin de gagner en compétitivité. Leurs actions passent par une forte pression au niveau des gérants eux-mêmes par un système d'acceptation/promesses ou d'exclusion, mais surtout au niveau des pouvoirs publics, des médias et même du monde académique avec par exemple des formations dédiées qui s'ouvrent comme à l'Université de Paris-Dauphine en 1999, productrices de jeunes plus diplômés mais aussi plus en phase avec les nouvelles structures et pratiques proposées. Les principaux membres du Club vont pour la plupart intégrer le groupe d'experts à l'origine du rapport « La Martinière » (1996) porteur de la réforme de la gestion en France et qui sera suivie par la loi de modernisation évoquée plus haut. Ainsi, le phénomène d'euphémisation a aussi pu leur servir de prétexte pour accentuer leur pression en montrant l'urgence de réformer le système si l'on souhaitait éviter de le laisser aux mains des non-continentaux – ce qui ne manquera pas néanmoins d'advenir avec la dépendance massive de la Bourse française aux fonds américains et la fusion de NYSE-EURONEXT dans les années 2000.

Il est possible de dire à ce stade que la gestion d'actifs a procédé ces quinze dernières années en France à une sorte d'OPA du système économique et financier pour être la profession consacrée en matière de financement au détriment du crédit. Elle a pu agir ainsi avec la bénédiction de l'État, voire des dirigeants des grandes entreprises dont les élites sont

formées dans les mêmes moules. Cette OPA a laissé des acteurs de côté – notamment les petites et moyennes entreprises ou une certaine forme de banque – ou elle a mis au pas certains autres comme le *brokerage* qui a dû s’adapter pour survivre. Des lois et des moyens techniques renouvelés ont aussi contribué à renforcer la situation.

#### 4.1.2. Le poids réglementaire

Les marchés financiers sont perçus comme porteurs de risque pour les gérants qui y opèrent et doivent à la fois chercher une performance optimale tout en protégeant l’épargne confiée. Ils sont aussi porteurs de risque pour l’ensemble de l’économie et de la société qu’ils ont irradié par leur omniprésence. Les réguler et contrôler les acteurs qui y opèrent devient donc une nécessité qui pèse et impacte fortement l’agir stratégique dans un tel contexte.

##### 4.1.2.1. Quelle réglementation ?

**Encadré 4**  
**Codes « Régulation », « Réglementation »**

**a. Extrait de récit de pratiques RP15MLb, déontologue depuis 10 ans, retranscription d’après enregistrement :**

*« Mon métier (ndlr : déontologue) n’existait pas il y a encore quelques années en France. Son expansion dans les sociétés d’intermédiation souligne à elle seule à quel point la question réglementaire a évolué et pris de l’importance sur la Bourse. Il faudrait être fou de nos jours pour exercer sans ce support interne, les normes structurent de plus en plus le marché ».*

**b. Extrait du Dossier n° 100 de l’AMAFI (Association Française des Marchés Financiers), juin 2011 :**

*« Parallèlement à la prise de conscience qu’un marché désormais mondial appelait une réglementation et une surveillance elle-même étendue à tous les domaines et surtout globale, on assiste à une tentation de repli national. Les politiques ont repris la main sur les régulateurs, guidés par le souci de protéger leurs épargnants en pleine tourmente ; c’est ainsi qu’on a vu par exemple l’Allemagne et la France réglementer les ventes à découvert, en dehors du cadre européen et de manière différente. Nous allons voir surgir de nouvelles réglementations, comme après chaque crise. "Sans doute faudrait-il songer à contrôler davantage la mise en place des dispositifs actuels et à en évaluer l’efficacité, plutôt que de surenchérir en matière réglementaire", confie Etienne Valence, responsable mondial conformité equity, commodities et corporate finance chez BNP Paribas. »*

**c. Extrait de l’article de A. Masounave, « Les bourses européennes, la tectonique des places ? », *Revue Banque*, mars 2008 :**

*« 2008, annus horribilis pour les bourses. Magnus Böcker reste prudent : "L’évolution des marchés est une chose qu’il va falloir suivre, mais il est difficile de se prononcer à l’heure actuelle". Le London Stock Exchange (les) affiche un optimisme sans nuance, sûr de l’attractivité de la place financière londonienne où la "réglementation est considérée en quelque sorte comme un produit commercial d’appel comme un autre", analyse Hubert Segain, avocat chez Herbert Smith LLP. »*

Le phénomène de standardisation, qui s’est développé durant les années 1990-2000 chez les *brokers*, a trouvé sa justification dans une adaptation aux besoins des clients gérants, avec une nécessaire réduction des coûts, pour amplifier l’effet volume et réduire l’impact du

développement des nouvelles technologies. Ces dernières ont en effet impliqué, dans un premier temps des installations plus lourdes pour les salles de marché, afin de s'informer et de traiter les ordres<sup>59</sup>, et dans un deuxième temps, de nouveaux entrants venant de l'étranger. Elle a aussi répondu – et cela est parfois paradoxal – à une volonté de maîtriser des risques nouveaux, qui se sont pourtant intensifiés avec quelques scandales particulièrement retentissants et le désir, toujours pour répondre à la clientèle institutionnelle, de passer apparemment à un esprit plus quantitatif que qualitatif.

Les affaires ENRON, PARMALAT et autres ont souligné parfois les limites de l'intermédiation financière en tant qu'expert de l'information à caractère financier et de sa transmission. Elles ont démontré leurs difficultés à discerner les dysfonctionnements. C'est pourquoi, la responsabilité des intermédiaires financiers en matière d'implication directe sur les entreprises a été alors mise au premier plan. Il suffit pour cela de se souvenir du rôle qu'ont été censés jouer les analystes financiers dans la relation GUCCI-LVMH et le procès retentissant qui s'en est suivi pour les uns comme pour les autres. Dans ces divers cas, les analystes ont été mis en position d'accusés, auprès de l'opinion publique. Dans les salles de marché, on a vu se mettre en place une volonté de contrôler le risque de dérapage informationnel à tous les niveaux et le coût associé -aussi bien financier qu'en termes d'image pour la société de bourse.

Les acteurs du *brokerage* ont parfois eu le sentiment de perdre leur rôle de conseil puisque l'information maison devenait de moins en moins originale, dans la mesure où une pression était mise en place sur les analystes qui, de peur de déraiper, se conforment maintenant de façon majoritaire aux consensus qu'ils peuvent facilement trouver sur le réseau. On obtient bien une information, apparemment contrôlée, mais qui perd toute sa portée de jugement, de confrontation et finalement de valeur ajoutée. Des garanties et des règles sont toujours demandées par les clients institutionnels, et les institutions comme EURONEXT ou les autorités de marché (AMF) ont cherché à favoriser ce mouvement, surtout pour avoir une impression de maîtrise de ces marchés en forte expansion. La dernière crise semble aussi pousser les États dans ce sens, mais il y a règles et règles, certaines ayant pu aboutir à des résultats pour le moins contradictoires et toujours avec des implications conséquentes pour l'agir stratégique du *brokerage*. L'exemple le plus caractéristique est, dans ce sens, celui de la

---

<sup>59</sup> Le coût d'installation d'un poste de travail basique dans une grande salle de marché parisienne pour un vendeur actions est estimé à l'équivalent d'un salaire fixe annuel brut d'une senior auxquels on rajoutera l'entretien et les équipes d'ingénieurs dédiés, les abonnements à divers services annexes, etc.

#### 4.1.2.2. Le cas de la MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)

##### Encadré 5

##### Code « réglementation » - sous code « MiFID »

**a. Extrait de récit de pratiques RP07EJb, Sales Trader en poste depuis 13 ans, retranscription d'après enregistrement :**

« La MiFID nous fait marcher sur la tête. Elle était censée apporter des solutions et au lieu de ça, elle s'est traduite par de nouveaux pièges. C'est un truc de législateur européen qui ne connaît que la théorie et pas la pratique ».

**b. Extrait d'un document de travail interne sur les conséquences de la MiFID de la part de la société de Brokerage CA CHEVREUX, 27 novembre 2009 :**

« Issues linked to Crossing Engines (internal order crossing systems) can only be properly understood after a review of the new landscape that emerged following MiFID. We witnessed a destructuring of the market, which has resulted in a war of tick sizes and the emergence of a new category of entrants favored by the pricing set up by exchanges. During this period, traditional players saw their costs soar, a factor that could lead to the exit of the weakest players without sufficient financial wherewithal to cope with the expenses resulting from MiFID. Pre-transparency, which was one of the major vectors of MiFID, has deteriorated, and liquidity on the lit markets has become an illusion. It is precisely the deterioration of the quality of the lit side that has driven participants to increase their use of dark venues (dark part of MTFs and Crossing Engines) in order to protect the interests of clients wishing to access all liquidity pools. Concerns that subsequently rose regarding price formation mechanisms cannot be lifted by regulating dark pools indiscriminately but rather by restoring the quality of the lit world.

[...]

##### **Restoring the quality of lit markets**

It is therefore clear that MiFID must not be revised by introducing an excessively restrictive framework for the dark market, but by restoring the quality of the lit market. First of all, the regulator must ensure that post-transparency quality is faultless, and this can be achieved by creating a consolidated reporting tool, that is as detailed as possible, to be used by all parties involved (use of a mandatory MIC code for all transactions, including those realised in a crossing engine) through which transactions must be reported immediately. The type of party involved (proprietary trader or broker acting on behalf of a client) would be indicated for each transaction, thus making it possible to take into consideration any reporting delays authorized by current legislation. The issue of revenue sharing that arises from these coveted data must be addressed and a utility type organization be implemented.

In order to restore the quality of the lit markets, it would then be necessary to introduce friction to the current functioning of the market. Several means exist for introducing such friction, e.g., imposing a minimal lifecycle for orders or charging for their insertion. The simplest means, and the one which, in our view, the regulator should adopt, consists in establishing a framework for tick sizes and making them more coercive. This would have the twofold effect of slowing the markets down and reducing opportunities for manipulation.

It is essential to ensure that there is no market distortion generated by a pricing that unduly favors some players. There is no justification for players acting on behalf of third parties (i.e. brokers) being disadvantaged vis-à-vis proprietary traders, and the regulator must establish a framework for the pricing models in lit markets.

In conclusion, we call upon the regulator, in revising MiFID, to:

- create a single detailed, consolidated reporting tool, ensuring the necessary post-transaction quality;
- establish a pan-European regulation for tick sizes, thus giving the regulator a rapid, simple and efficient adjustment tool;
- ban pricing models that favor proprietary traders over players trading on behalf of third parties and maker/taker models in order to ensure fair and equal competition».

**c. Extrait de la synthèse du rapport Fleuriot sur la révision de la directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (MIF), février 2010 :**

*« La présente révision de la MIF représente une étape particulièrement importante pour la construction du marché financier européen intégré. C'est une grande chance pour en faire un succès, ce qui n'est pas encore aujourd'hui véritablement démontré. Les propositions du présent rapport cherchent à y contribuer. Elles relèvent d'une approche pragmatique et équilibrée. Surtout, elles cherchent à donner au régulateur européen les moyens de faire évoluer le cadre réglementaire du marché financier européen, grâce au renforcement de ses prérogatives et à une transparence et une connaissance renforcées de ce qui s'y déroule.*

*La notion d'équilibre est très présente dans le rapport. Elle nous rappelle que le marché est le lieu de rencontre et le point d'équilibre entre de nombreux participants aux opinions et horizons différents et qu'il est donc important de veiller à l'équilibre entre les différents participants : aucun d'entre eux n'est interdit de marché dans le présent rapport, mais l'abus de position de l'un se ferait au détriment de l'autre. Équilibre aussi dans le mécanisme de formation des prix, entre ce qui doit être exigé sur l'autel de la transparence et ce qui doit être accepté au titre de la liquidité. Équilibre enfin, pour veiller à la stabilité financière : la baisse des prix n'est pas un objectif dans l'absolu, son excès peut être nocif.*

*C'est donc le rôle du régulateur de veiller à tous ces équilibres, grâce à une connaissance et à un suivi permanent et vigilant du fonctionnement quotidien des marchés et par des moyens d'intervention assurant une régulation harmonisée au niveau européen et adaptable en fonction de leur évolution permanente. »*

La loi MIF (Marchés et Instruments financiers) est la transposition en droit Français de la MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), à partir de novembre 2007. Cette directive a ainsi abouti après sept ans de discussions, à un nouveau système de réglementation des marchés financiers en Europe visant à construire des marchés plus intégrés, plus profonds et plus efficaces afin de baisser les coûts et de renforcer la protection des investisseurs, qui sont toujours la figure centrale. Elle a suivi une procédure en plusieurs étapes, connue sous le nom de processus Lamfalussy, avec une première directive en avril 2004 qui donnait les premiers principes pour redéfinir une place boursière européenne. Ces principes ont été complétés plus tard par deux documents, l'un sur la mise en œuvre de la directive en fonction des systèmes de régulation nationaux et l'autre sur le suivi de l'application.

Cette directive vise à compléter l'ouverture mise en place dès 1996. Elle est censée favoriser un « passeport européen » pour faciliter les opérations transnationales qui continuaient à souffrir des régimes de régulation différents d'un pays européen à l'autre. Il convenait de dépasser la fragmentation existante très critiquée par les praticiens des marchés et reconnue de la Commission Européenne :

*« [...] the existing legislation [did] not adequately reflect the way markets currently operate, nor the huge technical changes (online trading etc.) that [were] taking place »<sup>60</sup>,  
(EC, 2000).*

<sup>60</sup> Notre traduction : « la législation existante n'a pas pris en compte adéquatement la façon dont les marchés fonctionnent actuellement, ni les énormes changements techniques (on line trading, etc.) qui se mettaient en place ».

Elle renforce aussi le modèle anglo-saxon dans les pratiques des marchés européens continentaux puisqu'elle considère, à la suite du rapport Lamfalussy, que

« [...] rules on disclosure of price-sensitive and relevant market and company information differ greatly between Member States. Accounting rules are not yet harmonized. More information on EU companies is often available in the US than in Europe. Disclosure rules and other information requirements vary considerably »<sup>61</sup>, (Lamfalussy *et al.*, 2000).

Les systèmes d'échange ou les moyens techniques alloués pour le *trading*, notamment avec le développement de systèmes alternatifs comme les ATS (ou *Alternative Trading Systems*) en Grande-Bretagne et différents d'une place à l'autre, accentuent les divergences et plaident pour une architecture homogénéisée des marchés.

La MiFID s'inscrit bien dans le mouvement de réformes de la finance, engagé dès les années 1980 en France, et visant à ouvrir toujours plus le système économique à la finance de marché et à sa figure de proue, l'investisseur. Elle parachève de casser l'héritage des agents de change ou courtiers français comme agents du ministère de l'économie et des finances pour bien instituer le *brokerage* comme activité purement marchande avec tout le poids que cela peut représenter sur l'organisation sociale et les pratiques quotidiennes (Hassoun, 2005 ; Cassis, 2006, 2008). C'est l'avènement d'une économie de totale dérégulation bien ancrée institutionnellement, non plus basée sur un financement à crédit mais directement sur les marchés via un financement contre commissions, où les sociétés d'intermédiation doivent démontrer leur utilité.

Pour ce faire, la MiFID pose les bases de modifications structurelles sur les marchés avec comme idée forte, le développement de la concurrence. Les premières mesures vont pour cela consister à abandonner la concentration des ordres sur les marchés réglementés pour autoriser la négociation sur différents lieux d'exécution, ce qui induit une moindre position de force des bourses traditionnelles au profit de nouveaux types de marchés comme le SMN (Système Multilatéral de Négociation) ou *MTF* en anglais (*Multilateral Trading Facilities*), voire l'internalisation des ordres par les *brokers* eux-mêmes qui deviennent dans ce cas des contreparties. De façon structurelle toujours, le passeport européen, permettant la libre circulation des produits financiers, s'élargit aussi aux services d'investissement ; il y a une harmonisation des conditions d'exercice des PSI au niveau européen.

---

<sup>61</sup> Notre traduction : « les règles relatives à la divulgation d'informations de marché et d'entreprise, sensibles aux prix, diffèrent considérablement entre les États membres. Les règles comptables ne sont pas encore harmonisées. L'information sur les entreprises de l'UE est souvent plus disponible aux États-Unis qu'en Europe. Les règles de divulgation et les autres nécessités d'information varient considérablement ».

La MiFID signifie aussi d'importantes modifications organisationnelles avec plus de formalisme pour les tâches réglementaires. Elle impose une obligation de classification et d'information des clients pour les PSI en trois catégories qui vont des plus aux moins expérimentés ; les derniers correspondent aux particuliers qui ont droit à des systèmes de protection accrus. Elle exige une élaboration spécifique d'exécution qui oblige le *broker* à la présenter au client et à la lui faire accepter avec une évaluation plus stricte sur les coûts mais aussi sur la rapidité, ce qui implique la mise en place de dispositifs électroniques toujours plus nombreux pour garantir le meilleur processus de négociation/exécution et qui est devenu particulièrement difficile avec le choix des diverses plateformes. Les *brokers* doivent aussi accroître leurs services de contrôle interne et externe ainsi que de déontologie.

Cependant, si toutes ces contraintes semblent aller sur le papier dans le bon sens – notamment en matière de protection des investisseurs –, dans la pratique et suite à la dernière crise, les choses ne sont pas si simples après peu d'années de mise en œuvre. Au lieu de baisser, les coûts ont ainsi fortement augmenté, sans forcément apporter une meilleure rentabilité aux *brokers* puisque ces sociétés d'intermédiation ont dû accéder à des systèmes performants de multi-cotation pour satisfaire les demandes des clients. Le fait de pouvoir choisir entre divers lieux d'exécution a aussi produit une forte fragmentation des flux, des coûts nouveaux liés à cet éclatement et des problèmes de liquidités (Foucault et Menkveld, 2008 ; Ende *et al.*, 2009). Surtout, certains fonds d'investissement et quelques structures d'intermédiation, très développées internationalement car adossées à de grandes banques d'affaire ou de gestion, ont profité d'une réinterprétation des textes de la MiFID pour créer des systèmes hybrides connus sous les noms de *crossing networks* ou de *dark pools*. Ces systèmes, par les possibilités qu'ils offrent d'exécuter des ordres dans un certain anonymat, vont à l'encontre même du principe de transparence accrue, initialement recherché avec la MiFID. De plus, ces systèmes ont renforcé la concentration et le pouvoir des quelques géants de la finance de marché (Goldman Sachs, Credit Suisse First Boston, Citigroup, UBS...), au point d'en faire les concurrents des places financières historiques et de leurs acteurs traditionnels, les sociétés de *brokerage*. En Février 2010, à la suite du rapport d'experts sur le cas français (rapport Fleuriot *et al.*, 2010), le ministère de l'économie a souligné le problème majeur de la MiFID qui, loin d'améliorer le degré d'information, en a dégradé la qualité en créant des zones d'ombre dans les échanges ou en perturbant l'information par les prix, étant donné la multiplicité de ceux-ci.

Au travers du cas de la MiFID, nous voyons l'influence que joue la réglementation sur les

marchés financiers ainsi que sur la pratique de l'intermédiation. Ce poids peut être très contraignant, sans pourtant apporter les réponses escomptées. Bien au contraire, la réglementation peut être détournée, comme ici, dans l'intérêt de quelques-uns qui éloignent à leur profit des tentatives visant initialement à protéger les clients les plus fragiles. Ils ont souvent la possibilité de procéder ainsi car ils ont une position de force, voire de monopole qu'ils se sont attribuée grâce à des moyens importants investis notamment dans les outils modernes de la haute technologie toujours plus présente dans les activités boursières.

#### **4.1.3. Le poids des outils techniques**

Depuis deux décennies, des innovations capitales permises par les progrès des technologies de l'information et de la communication (dorénavant TIC), ne cessent de voir le jour en matière de produits comme de services sur la Place de Paris. Ces innovations vont au-delà de la simple recherche de productivité, elles apportent une dématérialisation et une complexité sans cesse croissantes aux marchés financiers, tout en faisant émerger des situations nouvelles et parfois problématiques dans l'échange qu'elles visaient pourtant, dans la rhétorique, à améliorer.

##### **4.1.3.1. Conséquence de la montée en puissance des NTIC (Nouvelles technologies d'information et de communication)**

**Encadré 6**  
**Code « Technologie » sous-code « NTIC »**

- a. Extrait d'entretien E08DM, sales en poste depuis 16 ans, retranscription à partir de notes :**  
*« Tous ces trucs (sous-entendu, les outils informatiques qu'il me montre dans la salle de marché où a lieu l'entretien) servent à nous faciliter la vie. En réalité, ils ont accéléré le marché et aidé de nouvelles formes de concurrence. [...] J'ai parfois l'impression qu'on m'ampute une partie de mon cerveau tant les ordi et autres modernités obligent à une réactivité encore plus importante et multiplient des données à analyser en temps réel ».*
- b. Extrait entretien JF Théodore, président d'EURONEXT dans RB Revue Banque, n° 700, mars 2008 :**  
*« Dans l'univers concurrentiel où évoluent aujourd'hui les bourses, l'informatique est plus que jamais un facteur de compétitivité. Avec le développement des nouvelles techniques de négociation (algorithmique, etc.) et l'évolution des besoins de nos clients, en termes de rapidité et de volume d'exécution notamment, la bataille se joue à coup de millisecondes et conduit la plupart des bourses à privilégier une prise directe avec leur technologie. »*
- c. Extrait de l'article de O. Dufour dans l'INFO, Journal professionnel de l'AMAFI (Association Française des Marchés Financiers), « De la Criée à Nanoseconde, 20 ans d'évolution », juin 2011 :**  
*« Que de chemin parcouru sur le marché parisien depuis deux décennies ! Il est loin le temps où les ordres en bourse étaient confiés à des agents de change, officiers ministériels comme les notaires, gouvernés par des règles et usages souvent en place depuis plusieurs décennies. Et puis tout a basculé dans les années 1980, lorsque la Place de Paris a amorcé sa révolution. Depuis, l'édification du marché unique européen avec l'ouverture de la concurrence, l'internationalisation des transactions avec l'émergence d'investisseurs mondiaux de plus en plus présents, et enfin le développement parallèle*

*de techniques informatiques de plus en plus performantes, rendant caducs nombre de pratiques et de métiers, ont poussé la Place de Paris et ses acteurs à se transformer pour s'adapter à des défis sans cesse renouvelés. [...]*

*Ainsi s'amorce, pour une profession qui n'avait pas vraiment bougé depuis Napoléon, la grande révolution qui va donner naissance à une véritable industrie de pointe. Les progrès alors sont d'autant plus rapides qu'ils sont portés par une évolution technologique sans précédent au point qu'aujourd'hui le délai de passation des ordres se calcule à la nanoseconde ! [...]*

*Les investisseurs institutionnels ont pris un poids de plus en plus important, il a fallu répondre à leurs exigences. [...]*

*On l'aura compris, tant d'évolutions ont incité les acteurs à s'adapter, car il y a loin des agents de change réunis autour de la corbeille à Paris aux prestataires de services d'investissement actuels qui, pour compte propre ou compte de tiers, interviennent à l'échelon européen et mondial. "A l'heure actuelle, les 100 plus importants acteurs de la gestion action distribuent 80% des courtages sur actions, explique Bertrand Patiller, Directeur Général de Cheuvreux, ces investisseurs ont une approche plus exigeante dans le choix de leurs intermédiaires et exercent une forte pression sur les coûts. Il faut donc répondre à cette demande globale d'investissement"».*

Même si l'interconnexion des places financières s'en est trouvée augmentée, le développement de nouveaux moyens, notamment en matière de communication, a pu un certain temps faire espérer des solutions. C'était là un raisonnement trop orienté car les NTIC ont aussi contribué à déstabiliser d'apparents – mais peut-être déjà trop fictifs – équilibres et à bouleverser le contexte des marchés financiers et les pratiques des intermédiaires.

Grâce au développement des télécommunications, il est possible, à tout moment pour les différentes parties intéressées par le marché (pour nous ici, essentiellement les entreprises cotées, les investisseurs et les *brokers*), de se tenir informées en continu. Les décisions semblent pouvoir se prendre en temps réel. On se prend à rêver au tout lisible ou à ce qu'il est convenu d'appeler la transparence. La communication financière trouve alors une autre dimension, elle est aussi sans limite car, comment s'y retrouver lorsque trop d'informations risquent de tuer l'information ? Certes, les entreprises peuvent envoyer des signaux au marché mais jusqu'où en ont-elles la maîtrise et en quoi sont-ils fiables ? Par ailleurs, est-ce cette information publique qui est essentielle à la compréhension d'une entreprise, de sa stratégie, de son avenir et finalement, en ce qui concerne les investisseurs, de son potentiel à croître et à générer pérennité et profits ?

Par ailleurs, l'introduction des NTIC a induit de nouvelles règles et ouvert les marchés à de nouveaux entrants. Ainsi, le courtier traditionnel, s'il n'est plus le passage obligatoire pour recueillir de l'information sur les marchés, perd potentiellement aussi sa fonction de passeur d'ordres. Depuis 2000, les services financiers sur internet ont pris une nouvelle dimension, notamment avec des nouveaux venus dans l'univers de la finance. Il s'est agi par exemple :

- des spécialistes de l'information en ligne, comme Cortal Consors ou Fimatex qui proposent des « salons-on-line des entreprises cotées » visant un public varié

d'investisseurs, de leaders d'opinion et plus particulièrement d'« actionnautes ». À côté de ces informations gratuites, existent des adresses payantes susceptibles de donner des conseils dits à valeur ajoutée.

- des portails en ligne qui constituent une évolution par rapport aux précédents dans la mesure où ils tentent d'organiser l'accès à l'information en permettant son individualisation (messages personnalisés) et sa spécialisation. Ils restent limités par la réglementation de l'AMF sur les annonces financières, mais certains pensent qu'ils pourraient conduire à un certain « *shareholder relationship management* ».
- enfin, des courtiers en ligne qui sont agréés par les autorités de marché pour offrir des services de transactions électroniques et plus particulièrement sur les actions. Ils ont connu un essor remarquable durant l'explosion des marchés, suite à la vogue de la « nouvelle économie », mais se sont stabilisés depuis pour être progressivement intégrés à la profession qui nous intéresse. Cependant, ils ont impliqué de nouveaux modes de penser et de pratiques, surtout pour les clients institutionnels des *brokers* qui peuvent faire pression sur les frais de commissions, en disposant directement sur le réseau de moyens sophistiqués de traitement des ordres jusque-là réservés aux seules salles de marché.

On peut donc se demander si on est confronté à un mouvement irréductible de disparition d'un certain type d'intermédiaires financiers. Comme le font remarquer Marois et Bompont, (2003) :

*« Il s'agit moins d'une désintermédiation que d'un mouvement plus subtil de substitution de nouveaux intermédiaires aux anciens. Qu'il s'agisse de courtiers en ligne, de portails boursiers, voire de logiciels de gestion et d'exécution automatique des ordres, des intermédiaires sont bien présents. Il faut même aller plus loin et considérer que l'explosion des transactions en nombre, comme l'arrivée de nouveaux opérateurs, vont sans doute donner naissance à de nouvelles intermédiations pertinentes [...], éliminer les intermédiaires sans valeur ajoutée et dans le même temps, ouvrir de nouveaux créneaux à des intermédiaires utiles ».*

Il convient alors de comprendre quels sont les nouveaux enjeux de ce marché technologiquement évolué, quel rôle et quelle place sont occupés par ces intermédiaires pour tenter de penser une pratique en termes de « pertinence », de « valeur » et d'« utilité » ? Cette situation provoque des tensions, comme le soulignent les entretiens entre les partisans d'une système toujours plus déshumanisant mais développé sur les standards du progrès et ceux qui acceptent de plus en plus difficilement de vendre de l'information standardisée que les clients peuvent trouver sur le réseau mais une information qui lui est imposée comme produit de

référence sous prétexte que c'est par du « *forcing* » et du volume qu'on maintiendra une certaine rentabilité. C'est imaginer que les marchés financiers fonctionneraient comme une mécanique, sans ressort humain.

Ces évolutions technologiques créent aussi de nouvelles obligations pour les intermédiaires, surtout si elles s'accompagnent, comme nous l'avons vu avec la MiFID, du développement de nouveaux systèmes de cotation concurrents des places traditionnelles. Elles impliquent désormais, moins de temps pour de la recherche et du développement d'informations qui font sens mais plus de moyens à allouer pour router les ordres de façon à choisir les meilleures solutions de liquidité et de coûts pour les transactions. La relation marchande est ici en train de se déplacer vers quelque chose de plus informel, technique et standardisé car ce qui compte ce n'est plus tant d'avoir la finesse de l'information que celle de bouger dans le marché à la milliseconde près au point où aucun humain ne puisse entrer en compétition avec cela. Quel en est le sens et quelles en sont les conséquences ? Peut-on dire avec Dence *et al.* (2006) : « *The trader is dead, long life the trader. A financial markets renaissance* »<sup>62</sup> ou considérer que ce siècle va voir une nouvelle industrie des marchés financiers, où la pratique des algorithmes va dominer ? Force est de constater que les salles de marchés des *brokers* sont de plus en plus équipées par des automates qui ont pris les relais du *trading*. Cette situation interroge car ces mêmes automates sont-ils capables de raisonnement pour faire face à des situations de dysfonctionnement comme lors des crises ou encore, comment adapter le contrôle et la régulation par rapport à des machines ? Pour le *brokerage*, il ne s'agit plus seulement de créer du sens à travers ses pratiques, mais également de prendre en compte le poids technologique qui peut être à la fois un allié visant à faciliter certaines tâches, mais aussi un concurrent, voire un outil mal contrôlé, source de domination et d'asservissement de l'intermédiation.

#### 4.1.3.2. Nouvelle technologie et nouvelles pratiques ?

##### Encadré 7

##### Code « Technologie » - sous code « implémentation »

**a. Extrait de récit de pratiques RP11CAa, analyste financier depuis 12 ans, retranscription à partir d'enregistrement :**

« Je suis arrivé dans ce métier avec la montée en puissance des outils informatiques. C'était déjà impressionnant de rentrer dans une salle de marché avec tous les écrans, les platines ETRALI, Bloomberg et autres... Mais ensuite, c'est autre chose, car il faut savoir les utiliser. (Moment de réflexion). En fait, au bout d'un moment, pour ceux de ma génération, ça devient naturel ; c'est un peu étrange à dire mais ils deviennent comme une partie de toi, tu n'as pas besoin de toujours réfléchir. Je

<sup>62</sup> Traduction de l'auteur : « Le *trader* est mort, longue vie au *trader*. Renaissance des marchés financiers ».

*comprends les jeunes d'aujourd'hui avec les jeux et tout. »*

**b. Extrait travail académique, « Market technologies and the pragmatics of prices », (Muniesa, 2007) :**

*« A slightly amended transposition of the opening call auction procedure for market closure was envisioned since, at least, the early 1990s. But computation concerns were raised due to the high concentration of order flow at close, whose absorption by CAC was less than likely. Volatility at close was presented as a rather inevitable trade-off: the continuous trading that was introduced in Economy and Society.*

*In the late 1980s with the CAC system had some disadvantages that members had to cope with if they wanted to keep the gain of intra-day quote continuity. The Parisian trading system was upgraded in 1995, though, which allowed a reformulation of the call auction alternative (the new system was labeled NSC, for Nouveau Système de Cotation). In May 1996, the Paris Bourse introduced a closure call auction experimentally on eighty-seven minor shares quoted in the continuous market. Statistical analysis of the experimental outcome evidenced quite a convenient reduction in volatility at close (the spread between volatility at close and intra-day volatility fell by about 50 per cent). From June 1998, the closure call auction was thus applied to all shares quoted continuously. It was presented, quite explicitly, as a particularly elegant response to 'the problem of the representativeness of closing prices', i.e. to the problem of both fairness and accuracy (in French, being fair and being accurate can be said with the same word, "juste"). [...]*

*The Paris Bourse (now Euronext) is a site where the importance of market technologies is particularly noticeable. Apart from constituting a business on their own (they are actually bought and sold in a market for stock exchanges), market technologies play also a crucial role as designation apparatuses. They produce aggregate references that need to stand as legitimate compromises on Economy and Society. [...]*

*As a consequence, the pragmatic features of prices (their shape, fidelity and usability, i.e. their quality) need to be carefully tinkered. The pragmatist viewpoint outlined in this article allows analyzing this tinkering activity without reducing it to a simplistic matter of prices being right or wrong, subjective or objective, false or true. Constructing truth is a costly and difficult activity, and the same applies to prices. The objectivity of prices is nothing but the outcome of hard work of objectification such as the one described in this article. »*

**c. Extrait texte académique, « The transformation of Business Finance into Financial economics : the roles of academic expansion and changes in U.S. », (Whitley, 1986) :**

**Abstract :** *Financial economics combines a high degree of theoretical abstraction and formality with considerable empirical uncertainty and strong connections to financial institutions and employers. This unusual combination is the product of academic expansion in the leading U.S. post graduate business schools and their attempt to acquire intellectual legitimacy by encouraging scientific research, on the one hand, and of changes in the organization of U.S. financial markets, especially of investment analysis and management, on the other hand. This paper discusses the dominant characteristics of financial economics as an intellectual field and how these contextual factors shaped its emergence.*

En fait, dès le début du phénomène d'informatisation des marchés, un important travail d'embrigadement a été mis en place par les décideurs du système, afin d'enrôler les acteurs du *brokerage* dans les changements, au point de fusionner leurs évolutions avec cette révolution technologique. Par exemple, très tôt à la fin des années 1980 avec la mise en place du système de cotation CAC, une ingénierie sociale, avec des formations et des programmes de séduction des têtes d'équipe, a été déployée ; elle consistait à convaincre les intermédiaires de la nécessité de l'outil informatique pour obtenir un positionnement privilégié dans les pratiques internationales. Aujourd'hui, force est de constater le haut degré d'outils techniques des marchés. Ces outils jouent un rôle qui va au delà de celui de moyens, ils contribuent à

façonner des pratiques lourdes de conséquences car économiques et financières. Comme souligné par Muniesa (2007), plusieurs études se sont intéressées au lien information, marchés et « caractère équipé des agissements marchands en finance » (Godechot, 2001 ; Knorr Cetina et Bruegger, 2002 ; Preda, 2003 ; MacKenzie et Millo, 2003 ; Beunza et Stark, 2004 ; Martin, 2002, 2004), et l'informatisation y occupe une place centrale qui permet même aujourd'hui de caractériser les bourses contemporaines, qui ont ainsi développé de nouvelles modalités de mise en relation des acteurs avec des rapports de force plus marqués (Callon et Muniesa, 2003).

Abolafia (1996) a montré, sur les marchés financiers américains des produits dérivés, que de fortes tensions existaient avec l'arrivée de nouveaux produits et/ou techniques. Les banques d'investissement avaient alors profité de ces tensions pour occuper une place dominante. Elles ont ainsi impacté les activités des intermédiaires en créant une forte demande sur ces produits et ces techniques, les obligeant pour répondre à leurs besoins de clients, à se réorganiser avec des structures souples, à organigramme plat, où l'individu sur le *front office* était soumis à la loi du compteur pour mesurer ses résultats commerciaux. Les intermédiaires fonctionnaient ainsi comme de petits entrepreneurs indépendants mais avec un niveau d'autonomie qui devenait peut-être trop élevé. Face au risque ainsi induit de dérapages des opérateurs de marché trop souvent confondus, sous le terme flou et souvent inexact de « *traders* », une pression forte a été faite sur les régulateurs et les entreprises de bourse pour contrôler ces intermédiaires les mettant par là même en position de coupables désignés en cas de crise. C'est ce même schéma qui a été suivi en France entre les années 1990 et aujourd'hui pour les activités traditionnelles de la Bourse. Lorsque les produits – telles les actions – sont restés classiques, les outils techniques sont venus apporter l'occasion de tension et de nécessaire remodelage des pratiques et de leur contrôle, le tout orchestré en sous-main par les intérêts des investisseurs de grande taille, mais sous couvert de l'intérêt commun.

Le processus de légitimation de ces nouvelles pratiques, assistées ou inféodées à la technique, a permis de dépasser les résistances socioculturelles des *brokers* qui ont eu le sentiment d'avancer dans le sens de l'histoire et du progrès, la modernité. Ce processus de légitimation a été renforcé par une rationalisation reposant sur des arguments scientifiques issus des théories modernes de la finance qui, comme pour les réformes réglementaires, ont là aussi servi les intérêts des gérants de fonds d'investissement. En France, cette rationalisation a pris une forme d'autant plus incisive, que les élites de la finance dite « moderne », étaient pour la plupart issues de formations à dominante scientifique puisque provenant d'écoles

d'ingénieurs. Tout ce processus n'est pas sans faire penser à la notion de « performativité » telle que proposée par Callon (1998) pour l'étude des sciences économiques. Cette notion vient de la pragmatique du langage où l'on considère qu'un énoncé peut être performatif lorsqu'il instaure ce dont il parle ; elle a notamment permis à MacKenzie (2006) de souligner le rôle de la théorie financière dans la formation des marchés actuels. Ici, c'est plutôt sous sa forme seconde de « performance », particulièrement bien développée par MacKenzie et Millo (2003), Callon (2007), Callon *et al.* (2007) et Muniesa et Callon (2008), que cette notion apparaît en filigrane, c'est-à-dire dans son rapport non pas au langage mais à l'action :

*« L'accent est mis sur le "faire" plutôt que sur le "dire". Les enquêtes relevant de cette orientation se concentrent sur l'étude des dispositifs ou agencements socio-techniques qui sous-tendent la construction de mondes économiques (Callon, 2007 ; Callon, Millo et Muniesa, 2007). Elles préfèrent la notion de "performance" à celle de "performativité" pour insister sur le fait que performer est une action, un travail » (Muniesa et Callon, 2008).*

Ce travail est fait de tensions constitutives dialogiques qui, dans le cas qui de notre étude, semblent montrer des performances à dominantes théoriques, matérielles, planifiées et élargies.

Chacune est ainsi définie par Muniesa et Callon (2008) :

- « - L'on peut qualifier de performance théorique et caractériser des configurations dans lesquelles l'enjeu principal est de construire un monde à l'image d'une théorie, c'est-à-dire de verser sur un monde, un ensemble de problèmes et solutions exprimés préalablement de manière abstraite dans un corps théorique.*
- La performance matérielle s'applique plutôt à la conception et à la mise en œuvre de techniques et de dispositifs qui véhiculent ou induisent une certaine manière de faire.*
- La performance planifiée se réfère, quant à elle, à des situations caractérisées par un dessein et par une orchestration des programmes qui en découlent pour mettre en œuvre un plan économique : nous sommes sur le terrain politique des réformes, des révolutions ou des entreprises de colonisation.*
- Construire les conditions de félicité d'un énoncé ou d'un modèle dans le milieu "confiné" d'un laboratoire n'est pas la même chose que de le faire dans un marché "en plein air" : dans le second cas, la question de la démonstration et de son public se pose dans des termes plus politiques et la négociation du dispositif de performance devient cruciale. [...] Dans des situations de performance élargie, la liste des acteurs et objets produits ou affectés est plus ouverte, le niveau d'incertitude sur les conditions de félicité devient plus élevé et les questions de démocratie apparaissent plus pressantes. »*

Cependant, si cette notion de performance est intéressante, pour montrer la place centrale des marchés dans une économie contemporaine de l'information et des technologies, ainsi que leur aspect de machine à calculer collective, elle ne permet pas de saisir certains niveaux de l'agir stratégique des individus. Elle est surtout une façon de souligner la modernité des

marchés, c'est-à-dire leur inscription dans un certain modèle technico-scientifique qui, approprié par quelques-uns, s'est imposé à tous, en interne comme en externe, produisant

« [...] the modern forms of social regulation, whereby persons and entities (e.g., organizations, nation-states) are governed "at distance" by calculative agencies that rate, rank, divide them up, and recombine them »<sup>63</sup> (Fourcade et Healy, 2007).

Alors, comment à travers ces artefacts, l'humain se comporte-t-il : totale soumission inconsciente ou voulue, révolte latente, ou autre cas ? Où se trouve la marge de manœuvre des praticiens du *brokerage* pour agir : comme, avec ou différemment ? Lorsque nous visitons une salle de marché, bien sûr la modernité nous assaille mais c'est aussi la dimension humaine qui est frappante avec ces individus qui s'agitent dans tous les sens, mais qui gardent des liens forts entre eux, avec à la fois, des rapports très directs et ouverts entre semblables et une forte personnalisation de leurs activités. L'âge d'or de la bourse traditionnelle, telle que véhiculée dans leur imaginaire collectif, ne semble pas, lorsqu'on les voit, être un monde totalement perdu ; il y a bien de l'humain derrière les machines et sous les contrôles permanents. Quelles sont leurs raisons propres pour agir ?

## 4.2. Émergences individuelles ou endogènes

Dans le monde marchand, mais fortement personnalisé, des échanges boursiers autour de cet étrange produit qu'est l'information financière, nous avons vu que le contexte des activités de *brokerage* a énormément évolué en France ces dernières années, pour passer d'un système plutôt artisanal à un système industriel standardisé et informatisé. Ce dernier est porté par des outils réglementaires et technologiques, une rhétorique académique et un projet de construction de marché unique qui sert visiblement les intérêts d'une profession, celle des investisseurs institutionnels. En échangeant avec des praticiens du *brokerage*, il est surprenant de constater combien cette situation, à laquelle ils participent pourtant, est productrice de tension. Il s'agit là d'un sentiment déjà présent avant la dernière crise du système et qui nous a conduit à penser que ces acteurs de l'intermédiation portaient peut-être en eux d'autres facteurs pouvant permettre d'éclairer leur malaise vécu et par la même, leur agir stratégique. N'y avait-il pas dans ces tensions, des éléments à faire surgir, sur des plans tenant plus des individus eux-mêmes ? Que se passait-il au niveau des ressentis, avec quelle influence sur l'action stratégique d'individus pris isolément mais aussi collectivement dans des

---

<sup>63</sup> Notre traduction : « Les formes modernes de régulation sociale où personnes et entités (par exemple les organisations, les États-Nations) sont gouvernées « à distance » par des agencements de type calcul comme les taux, les classements, les divisent et les recombinaient ».

organisations ou dans une profession ? Des thèmes forts sont alors ressortis comme : pouvoir, expertise, confiance et réputation, mais surtout identité et légitimité.

#### 4.2.1. Faire reconnaître une profession

Comme nous l'avons vu précédemment, les vingt dernières années ont correspondu pour la Bourse française, à la montée en puissances des investisseurs institutionnels, porteurs de modèles structurels et organisationnels aux standards anglo-saxons, et qui se sont heurtés à un modèle jusque là très stable. En parallèle, les dernières crises du système et leur accélération semblent réouvrir le débat sur les outils juridiques comme techniques qui ne suffisent apparemment pas à les contenir. Or, le concept de crise est double (Habermas, 1978) ; il y a « les crises qui sont des troubles permanents de l'intégration du système » et celles dont « les membres d'une société considèrent comme critiques pour l'existence même de ce système et sentent menacée leur identité sociale ». Les deux sont étroitement liées car « un concept de crise approprié aux sciences sociales doit donc saisir la corrélation entre l'intégration sociale et l'intégration du système », « on ne peut séparer la crise du point de vue interne de celui qui en est la victime. Le malade ne fait l'expérience de son impuissance devant l'objectivité de la maladie que parce qu'il est un sujet condamné à la passivité, temporairement privé de la possibilité d'être, en tant que sujet, en pleine possession de ses forces ». Les crises à la fois perçues et vécues par les intermédiaires de la Bourse française sont-elles le signe de la fin d'une profession marquée par des valeurs de confiance et de réputation ou le signe des exagérations, voire des limites, d'un système mal supporté par certains et qu'ils contestent pour récupérer une certaine latitude, voire un semblant de pouvoir ?

##### 4.2.1.1. Quelle profession ?

**Encadré 8**  
**Code « Profession »**

**a. Extrait de récit de pratiques, RP20SL, *sale junior* depuis 2 ans, retranscription d'après enregistrement :**

*« Pour moi, il n'y a pas eu de baptême comme on faisait à l'époque des agents de change. J'ai commencé par enchaîner des stages pour entrer dans la profession. (pause) Remarquez, j'aurais bien aimé connaître tout le décorum, j'ai toujours été fasciné par la Bourse. [...]*

*Je pense que cette idée d'appartenir à cette grande famille a fait partie du rêve. [...]*

*En tant que sales sur les marchés financiers, je me sens un peu à part.*

(je lui demande des précisions)

*Je veux dire par là que si je compare à mes anciens copains d'école de commerce, ils sont tous cadres mais dans des métiers comme un autre, ils ne sont pas solidaires. Moi, comment dire ? (il hésite) Dans la salle, nous sommes plusieurs sales et j'ai l'impression d'avoir les mêmes relations qu'avec mes frères, on est en compétition mais en même temps on s'apprécie ; on est dans le même navire. Mes copains qui sont pas dans la profession, ils ne comprennent pas toujours. »*

**b. Extrait d'entretien de Jacques Lereboullet, Président de la Commission Déontologie de la SFAF, « Plus que moraliser le capitalisme, il s'agit de responsabiliser les acteurs des marchés », *Revue Analyse Financière*, n° 37, 4<sup>ème</sup> trimestre 2010 :**

*« Au-delà de la nécessité d'adopter une réglementation plus stricte, ce sont les finalités poursuivies par les divers acteurs en finance qu'il faut questionner. Le discours public ne doit pas se contenter de dénoncer la cupidité ou l'arrogance de certains, mais il doit s'efforcer d'analyser leur culture organisationnelle. Plus qu'un débat incessant, entre régulation pesante et inefficace et autorégulation réclamée par les professionnels, il convient d'insister sur la place centrale du système dans l'économie qui lui confère des responsabilités particulières, donc des règles. [...]*

*Le secteur de la finance et ses acteurs principaux (analystes, gérants, responsables de la conformité, conseillers en investissement financier) sont des acteurs sociaux qui tirent leur légitimité de la confiance que la société et leurs clients leur accordent. L'éthique en finance ne se résume donc pas à l'intérêt de l'employeur ou à son intérêt personnel. »*

Les acteurs impliqués dans l'activité de *brokerage* ont tous un sentiment profond d'appartenance commune. Ce sentiment s'inscrit dans l'histoire même de l'intermédiation en France qui, comme nous l'avons noté au chapitre 1, a longtemps été encadrée comme activité corporatiste. En fait, la corporation des agents de change existe dès les origines, avec une pause lors de la Révolution Française et la loi Le Chapelier de 1791 qui interdit les corporations, puis un retour à ce statut dès 1807 avec le code du commerce napoléonien et ce, pour perdurer jusqu'au vent de réformes et de modernisations entrepris il y a une vingtaine d'années. Depuis la révolution des années 1990, un élément perturbe l'homogénéité du groupe car les opérateurs de marché n'ont pas un qualificatif commun dans les diverses nomenclatures juridiques et professionnelles. Ils ont été en quelque sorte dépossédés. Ainsi, selon les postes occupés au sein de la société de *brokerage*, certains métiers n'ont pas un nom commun transversal d'une organisation à l'autre. Le seul métier clairement identifié semble être celui d'analyste financier alors même qu'il est relativement récent dans ce type de structure. L'autre métier qui est faussement connu est celui de *trader*, faussement car assimilant souvent par extension tous les autres métiers du *front-office*, sorte d'arbre qui cache la forêt. Ces tensions, au sein même des métiers qui composent une profession unique, ne sont pas sans rappeler celle soulevée par Abbott (1988), pour qui :

*« [...] les professions dominent notre monde. [...]. Cependant, nous sommes fort ambivalents à leur égard. Pour certains, l'émergence des professions est une question de connaissance, dans sa triomphale pratique. [...]. Pour les autres, c'est une chronique lamentable de monopole et de malfaisance, une justice inégale administrée par le pouvoir à la solde des sorciers Rockefeller. »*

Qu'en est-il donc des praticiens opérant dans les sociétés d'intermédiation boursière ?

En fait, cette tension peut se comprendre comme étant le fruit d'une période où ils sont encore déchirés entre leur longue histoire et le nouveau contexte de leurs activités soumises à

de fortes et rapides évolutions. Ils sont passés d'une période où l'État organisait leurs activités dans un système d'institutions centralisées – découlant du modèle des corps d'état de la France depuis le Moyen-âge –, à un modèle ancré dans la tradition anglo-saxonne, où le terme *profession* prend une connotation beaucoup plus floue et moins consensuelle. Ce dernier modèle recoupe en effet des sous-ensembles d'activités, regroupées pour des raisons législatives de responsabilité, et dont les membres sont, à ce titre, pourvus de devoirs et de droits spécifiques qui les distinguent d'autres activités appelées *occupations*. Cette définition souligne la possibilité pour une *profession* d'exister juridiquement, d'évoluer voire de disparaître en fonction des jeux de pouvoir qui permettront ou non de lui conférer un statut réglementaire lié probablement à une certaine utilité perçue par les divers acteurs d'un même système.

Le statut ancien corporatiste avait conféré aux opérateurs de marché une grande autonomie d'organisation ainsi qu'une forte reconnaissance dans le système économique français puisqu'ils étaient chargés d'une mission en relation avec l'État et, à ce titre, ils étaient d'ailleurs un de ses agents. Aujourd'hui, même si la plupart des praticiens interviewés n'ont pas connu cette période, ils l'imaginent comme un âge d'or où une certaine forme de respect était attachée à leur activité fondée sur des valeurs clés comme l'expertise, la confiance et la réputation. Ces valeurs restent néanmoins fondamentales à leurs yeux et contribuent à leur faire appréhender leur activité en tant que profession, c'est-à-dire selon le triple point de vue cognitif, affectif et conatif retenu par Dubar et Tripier (2003) pour qui les professions :

- « - représentent **des formes historiques d'organisation sociale**, de catégorisation des activités de travail qui constituent des enjeux politiques, inséparables de la question des rapports entre l'État et les individus, question désignée traditionnellement, depuis Durkheim, en sociologie, comme celle des "groupes intermédiaires".
- Sont aussi **des formes historiques d'accomplissement de soi**, des cadres d'identification subjective et d'expression de valeurs d'ordre éthique ayant des significations culturelles. L'origine religieuse du terme "profession" pose aux sociologues les questions du sens subjectif des activités de travail, de la dynamique des cultures professionnelles et des formes d'individualités qui constituent, depuis Max Weber, des préoccupations centrales en sociologie.
- Sont, enfin, **des formes historiques de coalitions d'acteurs** qui défendent leurs intérêts en essayant d'assurer et de maintenir une fermeture de leur marché du travail, un monopole pour leurs activités, une clientèle assurée pour leur service, un emploi stable et une rémunération élevée, une reconnaissance de leur expertise. »

#### 4.2.1.2. Expertise, confiance, réputation :

##### Encadré 9

Codes : « Confiance », « Réputation », « Expertise »

**a. Extrait d'entretien, E15MAV, gérante fonds actions depuis 10 ans, retranscription à partir de notes :**

« Ce qui compte le plus chez un intermédiaire financier, c'est la confiance : "Je cherche un rapport de confiance. Au premier contact, souvent téléphonique, je fais attention si je connais la société où il travaille, quelle est sa réputation, je me renseigne parfois pour savoir avec qui il travaille déjà, puis je le teste pendant un certain temps, plus j'ai des doutes et plus ce sera long" ».

Cette mise à l'épreuve sert à voir si la personne est fiable. La gérante nous dit que l'intermédiaire a droit à l'erreur mais doit montrer que c'est de bonne foi, qu'il a compris ce qu'elle attend et la servira efficacement. Elle veut entendre "de belles histoires d'entreprises mais pas des histoires" ».

**b. Extrait du rapport Brac de La Perrière, (Document COB, 1988) :**

« La déontologie n'est pas une affaire de spécialistes. Expression du comportement d'une collectivité, elle engage tous les membres de celle-ci et participe à sa réputation [...]. La réputation des intermédiaires contribue également au service des clients dans la mesure où elle est un des éléments de la confiance qui s'établit entre professionnels et clients, tissant entre eux autant de liens qui garantissent une meilleure adéquation du service rendu aux besoins du client ».

**c. Extrait du Rapport sur la certification professionnelle des acteurs de marché, groupe de travail présidé par Jean-Pierre Pinatton, (AMF, 2008) :**

« Les nouvelles règles harmonisées au plan européen renforcent la nécessité pour les intermédiaires de se doter de moyens et d'une organisation propre à leur permettre, ainsi qu'aux personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte, de respecter leurs obligations professionnelles. Pour exercer leur activité, les prestataires de services d'investissement doivent, en particulier, employer un personnel disposant des qualifications, des connaissances et de l'expertise requises pour exercer les responsabilités qui lui sont confiées. »

La notion d'expertise revient souvent dans les paroles des praticiens de la finance ; nous la retrouvons d'ailleurs souvent dans les métiers liés à ce secteur : assurance, immobilier, comptabilité. Pour les opérateurs de marché bien souvent, « être pro » signifie, comme d'ailleurs dans le langage courant, être reconnu pour son expertise dans l'art qui les occupe – ici l'intermédiation financière. L'expert est donc entendu comme celui qui sait mais, au delà du sachant ou du spécialiste, ce savoir pourra être argumenté et appliqué. En fait, l'expertise n'est pas faite seulement d'une connaissance théorique ou d'une connaissance pratique, c'est un savoir qui intègre du formel et de l'informel communicable, donc à partager avec ses semblables, mais que l'on peut soumettre à la critique et faire évoluer. Le moteur de l'expertise, comme c'est d'ailleurs le cas dans le *brokerage*, est la confiance qu'elle inspire, fondée en grande partie sur la réputation du professionnel concerné et celle de l'organisation dans laquelle il opère.

La confiance est à la base de toutes les relations en société. Plus ces relations sont complexes et mises à distance, notamment à travers des outils informatiques, plus la

confiance va servir de support en se posant comme un « lubrifiant des relations sociales » (Arrow, 1974). Elle prend trois formes, selon Zucker (1986) :

- « - *elle est* intuitu personae *c'est-à-dire qu'elle puise dans les sentiments personnels ou/et dans l'appartenance à un même corps,*
- *elle est relationnelle, donc elle s'inscrit dans la durée d'un échange entre personnes qui, peu à peu, se reconnaissent jusqu'à mettre en place une sorte de partenariat même tacite,*
- *elle est institutionnelle, enfin, et ceci est particulièrement le cas dans l'intermédiation qui s'est construite sur une incomplétude. ».*

La confiance permet d'asseoir les échanges en faisant le lien entre des contraintes institutionnalisées comme des contrats avec assurance et des contraintes plus informelles comme le risque de réputation. Les premières contraintes sont donc de l'ordre réglementaire tel qu'évoqué dans la première partie de ce chapitre, les secondes appartiennent à des dimensions plus personnalisées.

Sur les marchés financiers, la confiance a, de tous temps, favorisé l'engagement et par là même l'échange marchand tel que le décrivent les travaux de Jensen et Meckling (1976) ; ce sont sa qualité, ainsi que celle de l'information donnée, qui vont conditionner cet échange. En Bourse, cette confiance aux trois visages doit être particulièrement forte, car l'échange entre investisseurs et opérateurs repose entièrement sur la parole qui tient lieu de contrat immédiat et irréversible. Si la confiance est trahie, la réputation est brisée et sur une place financière donnée, même actuellement avec l'internationalisation et la multiplication des échanges, le groupe des professionnels étant restreint et répondant à des règles inscrites ou/et tacites communes, il y aura exclusion de fait de la communauté.

La réputation joue un rôle capital dans l'intermédiation financière car les opérateurs de marché et leur organisation, la société de *brokerage* sont inscrits dans des relations commerciales marquées par des réseaux sociaux. Ils sont donc doublement exposés en matière de réputation, avec d'une part un niveau individuel qui les engage en tant que personne et d'autre part un niveau supra-individuel qui engage la société pour laquelle ils travaillent, mais aussi l'ensemble de leur profession. Elle est donc bien, comme souligné par Kreps (1990), un bien inestimable et un bien d'échange. Dans le premier cas, l'entreprise, surtout dans les activités de services comme l'intermédiation, va permettre à l'employé de s'identifier avec elle au point que ses actes seront aussi considérés comme ceux de l'organisation. Dans le deuxième cas, l'employé pourra aussi utiliser le nom de l'entreprise comme marque de confiance pour entrer et rester en relation avec le client mais il s'engagera

aussi sur le plan personnel car prêt à être mis hors-jeu en cas de défaillance par malversation ou simplement de son niveau d'expertise.

Sur les marchés financiers, la réputation structure les relations et se pose comme un actif stratégique (Philippe et Durand, 2009) qui va permettre aux individus comme aux organisations d'élargir ou non leur champ d'action. Elle est à la fois un attribut, une reconnaissance collective (Rindova *et al.*, 2007) et individuelle notamment si nous nous reportons aux travaux de Burt (2005). Pour cet auteur, nous possédons trois types de capital : du capital financier, du capital humain et du capital social, qui est ici entendu comme un capital relationnel. Ce dernier ne se possède pas en propre mais permet d'arbitrer une position dans un système concurrentiel de réseau. Il est essentiel dans les situations d'intermédiation de type *brokerage* (financier ou pas pour Burt) car il va permettre, par le jeu des trous structuraux du réseau dans lequel les opérateurs agissent, de bénéficier ou de faire bénéficier des partenaires-clients d'avantages informationnels pour leur faire partager les meilleures opportunités d'investissement par exemple. Cet avantage une fois posé, l'opérateur pourra tenter de le contrôler notamment par le truchement de la confiance et de la réputation qui sont sources de constitution d'un réseau relationnel complet. On passe alors d'un réseau à trous structuraux à un réseau riche favorisant des échanges qui deviennent quasiment coopératifs. Comme le précise alors Abolafia (1998) dans son étude des marchés financiers :

*« Lorsque les gens sont en contact, ils sont socialement encastrés dans d'importants réseaux de relations sociales, et culturellement encastrés dans une système de normes, de règles et de procédures cognitives significatives ».*

Mais un problème se pose, lorsque ce système de règles et de procédures a été réapproprié et mis au service d'un groupe dominant, car une relation de pouvoir s'instaure. Actuellement, les opérateurs de marché continuent à se positionner dans des réseaux relationnels boursiers et à tirer parti de leur réputation et de la confiance qu'ils inspirent. Tout cela dans le cadre d'un jeu marchand où un profil de clients est déterminant pour leur survie. Ils sont donc dans une situation de dépendance par rapport à ce type de client et leur expertise, de même que leur réputation, ne peuvent plus être pris en compte par l'ensemble de la Société. Au contraire, leur activité est méconnue du grand public et une grande confusion règne autour de leur statut professionnel. Ils ont donc souvent des réputations établies professionnellement et individuellement et liées à leur expertise et à la confiance inspirée mais ils sont aussi de plus en plus assimilés, dans le cadre de leur profession, aux moutons noirs de la finance notamment à travers l'arbre qui cache la forêt : l'image du *trader*. Cette situation est paradoxale du point de vue du praticien lui-même en tant qu'individu incorporé dans un

environnement collectif professionnel mais encore plus large, la Société elle-même. C'est ce qui le conduit à s'interroger sur la façon de concilier ses différents statuts tout en acceptant ou pas une certaine relation au pouvoir (ici, celle avec les investisseurs institutionnels).

#### 4.2.1.3. Une question de pouvoir ?

**Encadré 10**  
**Code : « Pouvoir »**

**a. Extrait d'entretien E15MAV, gérante fonds actions depuis 10 ans, retranscription à partir de notes :**

« Elle reconnaît qu'elle s'amuse parfois du pouvoir qu'elle peut avoir sur un intermédiaire, surtout ceux qu'elle n'a pas envie de continuer "à faire travailler car ils lui apportent peu" ou qui ont trahi l'estime qu'elle avait pour eux. Elle coupe les lignes (ça signifie les lignes téléphoniques comme le flux des ordres).

« Pas d'état d'âme à avoir, c'est la règle du jeu et ils le savent tous très bien. »

**b. Extrait de récit de pratiques RP02EBa, responsable des ventes actions puis gérant de fonds actions, 25 ans sur les marchés financiers, retranscription à partir d'enregistrement :**

« Si tu écoutes les vendeurs, tu te rendras compte qu'ils disent toujours "mes clients", "mon gérant", mais ce n'est pas eux qui déterminent la relation. Ils dépendent complètement de ce que leurs clients vont leur rapporter. D'ailleurs, leur valeur sur le marché du travail est représentée par leur réseau et le portefeuille de gérants ; ce sont eux qui les font vivre ainsi que la société d'intermédiation qui les emploie. [...] En fait, on devrait plutôt dire que leurs véritables patrons, ce sont leurs gérants ».

Tous les praticiens rencontrés confirment la dépendance des sociétés d'intermédiation à leurs clients qui sont, dans le cas de notre recherche, des gérants de fonds institutionnels. Les plus exposés à cette dépendance sont les métiers du *front-office*, avec en particulier les vendeurs, les *sales-trader* et les *traders*, pour qui les donneurs d'ordres (ce qui peut d'ailleurs s'entendre ici au sens propre comme au sens figuré) représentent souvent plus que l'organisation qui les emploie. En effet, ils sont fortement engagés dans un processus relationnel qui les met au service des clients. Ils doivent les démarcher, pour les convaincre de leurs qualités et de leur fiabilité : cette démarche peut durer longtemps avant de déboucher sur un retour concret qui correspond à des commissions pour eux comme pour l'ensemble de la société de *brokerage*. Cette démarche se prolonge dans une relation commerciale plus ou moins stabilisée qui exige, pour les acteurs du *front-office*, un investissement relationnel quotidien fait de réactivité, d'empathie et peu à peu d'échanges. Cependant, nous ne pouvons pas parler de réciprocité car il y a dépendance. En dépit de certaines formes d'amitiés qui peuvent parfois s'installer, le gérant commande la relation : c'est lui qui peut décider, en cas de désaccord objectif comme subjectif, de couper cette relation, et ceci à tout moment. Il tarit ainsi une source de revenus plus ou moins importante pour les opérateurs de marché en charge de ce contact comme pour l'ensemble de l'organisation. Cette relation est une relation

de pouvoir et ce, d'autant plus que les investisseurs institutionnels sont ceux par qui se font et se défont la grande majorité des transactions en bourse. Cette position de force leur a permis de modifier les règles du jeu à leur avantage.

La notion de pouvoir est ici complexe ; elle ne peut se réduire à la définition de Weber (1921, trad. 1971) qui considère le pouvoir comme une relation où un individu accomplit ou non une action non spontanée, car sous la seule volonté d'un autre individu. Cette définition semble beaucoup trop fondée sur le seul pouvoir d'injonction, basée sur la coercition, alors que les opérateurs de marché sont plutôt sous un pouvoir d'influence, dans lequel il semble y avoir un minimum de consentement, dès lors qu'ils acceptent en échange de leur soumission-collaboration, des gratifications sous forme de commissions. Le pouvoir s'exprime dans la structure même des marchés financiers modernes, où les gérants exercent un pouvoir sur les intermédiaires, non pas en fonction de qualités intrinsèques exceptionnelles, mais en fonction de leur situation dans le système modernisé. Ils ont donc tendance à façonner et entretenir cette structure, de façon à défendre leur position.

Cette situation peut sembler paradoxale, à un moment où les crises du système semblent signifier la nécessité de protéger de façon plus forte les actionnaires contre les dérapages boursiers et où le focus est porté sur la figure emblématique du *trader* qui cristallise toutes les tensions. En fait, en assimilant les petits actionnaires aux investisseurs organisés en structures si puissantes et si éloignées de l'économie réelle, leurs acteurs en ont oublié leur raison d'être initiale : certes, servir l'épargne, mais en répondant aussi aux besoins des États et des entreprises pour assurer leur développement et par là même, la pérennité de l'ensemble de l'économie.

Ces acteurs se comportent avant tout comme des acteurs organisationnels dont la priorité est la préservation de leur propre interprétation productrice d'une organisation type, qu'ils vont donc s'efforcer d'imposer aux autres sous une forme ou l'autre de contrainte. Ils sont dans une position qui leur donne un certain statut, des privilèges et certains sont considérés comme des gurus. Ils sont peut-être des agents porteurs de cette forme de « capitalisme avancé » en Occident, qui a été dénoncé par Habermas (1978) ou par Fligstein (2001) et qui met en avant, aidé par le vieillissement des populations, un système de protection et de rentabilisation du patrimoine plutôt que celui du capital travail.

Nous pouvons comprendre à travers les récits des praticiens entendus que nous sommes en présence d'un rapport de forces similaires à celles qu'entendent Foucault voire Bourdieu.

Ces forces se conjuguent au pluriel pour former un « rapport de pouvoir ». Ce rapport est omniprésent dans la société, où il peut s'exercer à divers niveaux c'est-à-dire entre individus, institutions, voire entre formes plus diffuses, et donc être constamment en mouvement et pas seulement fixe entre pôles permanents. Il n'est pas un, mais multiple, pour former ce que Foucault nomme des micro-pouvoirs qui vont impliquer une multitude de pôles, créés par le fait d'organisations sociales qui favorisent telle ou telle institutionnalisation et tendent, vaille que vaille, à la maintenir de façon à perdurer le plus longtemps possible. Ce maintien passe par un savoir commun, donné comme une doctrine rationnelle avec ses règles, c'est ce que Foucault (1975) appelle le « savoir-pouvoir » :

*« Il n'y a pas de relations de pouvoir sans constitution corrélatrice d'un champ de savoir, ni de savoir qui ne suppose et ne constitue en même temps des relations de pouvoir... Ces rapports de "pouvoir-savoir" ne sont donc pas à analyser, à partir d'un sujet de connaissance qui serait libre ou non par rapport au système de pouvoir. Mais il faut considérer, au contraire, que le sujet qui connaît, les objets, sont autant d'effets de ces implications fondamentales du pouvoir-savoir... ».*

Les investisseurs institutionnels, pour maintenir leur pouvoir, ont favorisé la création et la diffusion de normes, qui ont la particularité d'agir comme des lois que l'on peut appliquer, mais aussi de façon plus diffuse comme des principes fondateurs auxquels on doit adhérer car adoptés par la majorité.

Le jeu est donc subtil, mais est-ce que cela signifie qu'il soit totalement invisible ? Les intermédiaires sont-ils contraints de s'y soumettre par aveuglement ou par convenance ? Peuvent-ils le déjouer ?

Bourdieu souligne que le rapport de forces, qu'est le rapport de pouvoir, peut avoir lieu sur ce qu'il qualifie des « champs ». Selon lui, les sociétés modernes sont divisées en sous-espaces sociaux spécialisés dans une activité spécifique. Ces sous-espaces connaissent une certaine autonomie par rapport à la Société en général. Un champ existe quand des participants variés ont des intérêts communs pour qu'il survive, tout en conservant, cependant, des intérêts propres, notamment en matière de positionnement interne. Il comporte donc une sorte de hiérarchie propre et est l'objet de luttes internes menées par les acteurs qui l'animent, ceci en vue de dominer le champ concerné. Si nous suivons ce modèle, la Bourse peut se comprendre comme un champ social dans lequel des acteurs dominants, les investisseurs, s'imposent aux autres, les intermédiaires de type *brokers* en ce qui nous concerne mais aussi les émetteurs. Ils peuvent alors légitimer leurs propres modèles et symboles, de façon à maintenir leur pression dans la reproduction des rapports sociaux du champ ; c'est ce que Bourdieu qualifie de « violence sociale ». Il s'agit d'une violence

symbolique, car les rapports de domination ont été intériorisés par les acteurs dominés ce qui signifie, chez Bourdieu, qu'elle est structurale donc fonction d'une position dans la structure et peut donc être subie mais pas perçue. Ce dernier point limite la capacité des acteurs – Bourdieu parle d'ailleurs plutôt d'agents – à se positionner comme ayant une certaine conscience et liberté de leur état. Pourtant, cela ne nous semble pas être le cas des praticiens rencontrés, qui sont certes pris dans des structures auxquelles ils participent en tant que constituant du champ, mais qui n'en demeurent pas moins en situation d'*human agency* (Orlikowski, 2000) en ayant perçu, par exemple, avant même les crises du système, des tensions internes plus fines et probablement liées à leur positionnement même dans ce système.

Les relations de pouvoir, entre investisseurs institutionnels et intermédiaires sur les marchés financiers, trouvent bien des échos dans les cadres théoriques complémentaires développés par Foucault et Bourdieu. Mais ces travaux soulignent le manque de conscience des acteurs – dans une approche très structuraliste qui réduit l'idée de construction de la part des acteurs –, de tous les acteurs et pas seulement ceux qui dominent un champ, voire un système. Dans le cas du *brokerage*, il y a une conscience aigüe du rapport de force et, de façon explicite comme implicite, une interrogation pour continuer à jouer le jeu ou tenter de le modifier, ce qui signifie souvent pour ces acteurs : faut-il se perdre ou contribuer à la perte de l'ensemble, faut-il se taire ou faire une révolution ou encore participer à une évolution ? Il est alors ici question de leur identité en tant que professionnel responsable et du système dans lequel il travaille, mais aussi en tant qu'individu conscient et partie prenante de la Société des hommes.

#### **4.2.2. Construire une identité ?**

Les questions que se posent ou que soulèvent les praticiens de l'intermédiation de type *brokerage* vont au delà d'une lutte de pouvoir entre diverses professions sur un même champ. Nous y retrouvons certes une quête pour une identité collective fondée sur des valeurs fondamentales propres à leur activité. Pour la plupart des praticiens rencontrés, il y a aussi une quête individuelle pour être en harmonie avec des valeurs plus globales, et espérer être en phase avec le monde dans son ensemble. Cette quête relève des problèmes d'un monde moderne où le travail et ses formes instituées comme les organisations, prennent une place de plus en plus marquante, entre l'État et la famille, dans la socialisation des êtres humains. Il

devient dès lors difficile de comprendre l'agir stratégique sans cerner ce qui fait « l'identité au travail » (Sainsaulieu, 1977), mais aussi l'identité de soi.

#### 4.2.2.1. Une identité au travail

##### Encadré 11

Code : « identité » - sous code : « identité au travail »

**a. Archives Euronext 3200 JA 00017, Discours du syndic de la Compagnie des agents de change de Paris pour la réception de Louis Morel d'Arleux :**

*« Vous entrez aujourd'hui dans une compagnie que notre plus haute instance judiciaire a définie, jadis, dans un arrêt célèbre comme une corporation instituée par la loi dans un but d'ordre et de service public.*

*Au cours d'un long passé, elle a su s'acquérir un légitime renom fait de la haute tenue de ses membres, ainsi que de leur sens des responsabilités et de l'intérêt général. Elle met sa gloire à conserver cette réputation intacte, qui est son capital le plus précieux, et sait le faire au prix, parfois, des pénibles déterminations.*

*C'est une grande famille, solidaire et unie, qui vous accueille, dans sa communauté de risques et de soucis, comme de succès et de satisfaction. »*

**b. Extrait « Certification professionnelle des acteurs de marché : Questions-réponses » (AMF, 2010) :**

*« Le dispositif proposé trouve son ancrage dans l'obligation des PSI de se doter de moyens et d'une organisation propres à assurer le respect des principes de protection des intérêts des clients et d'intégrité des marchés. Ainsi, avant que ne soit délivrée l'une des cartes professionnelles mentionnées à l'article 313-45 du RG AMF, le responsable en charge de la conformité pour les services d'investissement s'assure que la personne candidate présente l'honorabilité requise; il s'assure également qu'elle a satisfait à la procédure mise en place par le prestataire de services d'investissement et destinée à vérifier qu'elle a pris connaissance de ses obligations professionnelles et qu'elle remplit les conditions fixées à l'article 313-7-1 du RG AMF, c'est-à-dire qu'elle a passé avec succès un examen certifié ou que le PSI a procédé, en interne, à la vérification des connaissances minimales de la personne. ».*

La notion d'identité est, à la fois du ressort sociologique et du ressort psychologique, car elle contient en soi la dialogique collectif *versus* individuel, c'est-à-dire qu'est ce que l'individu fait dans son rapport à autrui et qui le constitue en retour, mais aussi ce qu'il fait en propre. En sociologie, il y a donc une dimension objective de l'identité, plutôt traduite par des classifications, des statuts sociaux parmi lesquels se situent les statuts professionnels. La dimension subjective de l'identité est, quant à elle, plutôt envisagée sous l'angle de l'appartenance ou de l'exclusion ; elle va entrer en relation directe avec l'identité pour soi qui, sur le plan psychologique, permet de déterminer le processus d'équilibre général du sujet sur le plan personnel et qui trouve sa source dès l'enfance (Piaget, 1937), dans la formation de l'affect et de la cognition.

L'identité professionnelle est au cœur des travaux de Dubar (Dubar, 1991 ; Dubar et Tripier, 2003) qui a souligné comment elle peut se constituer et se renforcer par un système de représentations qui engagent les pratiques quotidiennes des individus. Ces représentations

permettent d'articuler des formes symboliques qui contribuent à conférer du sens au monde vécu et perçu. Lorsqu'elles se cristallisent, par exemple à travers une épreuve d'entrée dans la profession sous forme de serment ou d'engagement de soi, ces formes n'en sont que plus marquantes.

Dans le cas de l'intermédiation de type *brokerage*, il est important de souligner que cette tradition a perduré durant toute la longue période du statut d'agent de change, pour se transformer, au début des années 1990, en un examen dit « de bourse » débouchant sur une carte professionnelle devenue rapidement obsolète avec la modernisation des marchés, mais pour réapparaître en juillet 2010, sous la forme de l'obligation – pour exercer en bourse – d'obtenir une certification de l'AMF après examen. Ce mouvement incessant d'aller-retour entre diverses formes symboliques dans la profession d'intermédiation boursière marque bien que nous sommes dans un processus évolutif. Il souligne comment l'identité professionnelle des opérateurs de marché est prise entre un ancrage traditionnel, fait de valeurs fondamentales intégrées dans les esprits et les pratiques, et un processus de modernisation basé sur une certaine idée d'une économie contemporaine dans le capitalisme avancé (Habermas, 2002).

C'est aussi ce que semble souligner, d'une certaine façon, Sainsaulieu (1977), dans son approche de l'identité au travail :

*« [...] le terme d'identité au travail, qui fut le résultat de ma thèse en 1976, s'est progressivement imposé comme un concept pour éclairer une part essentielle de la vie sociale adulte dans les périodes de croissance organisationnelle et modernisatrice des entreprises, comme dans les moments de crise et d'ouverture internationale de l'économie libérale » (Sainsaulieu, 2004).*

L'identité au travail permet, dans l'épreuve de la pratique, de réaliser une expérience de socialisation secondaire pour les individus qui restent cependant acteurs. Cette socialisation se fait dans les interactions liées au déroulement du travail et de ses objectifs. Par exemple, pour certains, elle passe par une réalisation personnelle et collective qui permet l'affirmation d'une autonomie et d'une certaine dignité en écho à des traditions que l'on retrouve dans l'esprit des métiers de l'artisanat ou des corporations ; pour d'autres, elle conduit à une affirmation par un parcours social promotionnel. Sainsaulieu retient quatre modalités d'affirmation de soi par le travail : l'appartenance, l'œuvre, la trajectoire et la résistance.

Cette socialisation secondaire dans une organisation donnée, permet donc de se rattacher à divers mondes sociaux qui prennent des formes variées et conduisent à des situations communautaire, bureaucratique, de dualisme, de crise ou autres, mais se fondent essentiellement sur des rapports de confiance et de compréhension et induisent un système

évolutif. Après avoir longtemps été dans un système d'identité au travail de type communautaire, les opérateurs de marché sont aujourd'hui plongés dans un système, où la socialisation organisationnelle est prônée par le modèle américain et adhère à un certain ordre réglementaire et technique, mais alors, se pose pour eux la question d'une conscience de soi dans leurs activités professionnelles.

*« La reconnaissance de soi passe certes par l'épreuve de la dialectique du maître et de l'esclave<sup>64</sup>, c'est-à-dire par une expérience du risque et de la mort, où s'affirme la liberté de penser. Mais, cette reconnaissance suppose un cheminement de l'esprit, de la certitude sensible à la conscience de soi et du monde, à l'intelligence de ses actes et de leurs conséquences »* (Sainsaulieu, 2004).

Les tensions perçues, au travers des entretiens menés avec des professionnels de la Bourse, rentrent peut-être dans cette dualité : identité au travail et identité de soi pour soi et en Société. Sinon, comment expliquer ce malaise alors que tout semble ne pas aller si mal pour un groupe qui connaît au moins une forme de reconnaissance par la rémunération ? Y a-t-il là le signe d'une plainte qui traduit une pathologie collective des opérateurs de marché, quant à la difficulté à produire un récit de soi positif, c'est-à-dire en adéquation avec des attentes renouvelées d'une Société en devenir et qui demande une reconnaissance sociale et personnelle allant au-delà de celle de la profession ? Les individus n'ont-ils pas besoin, pour justifier leurs actes, de croire en l'idée d'une création de sens dans l'esprit de Weick (1979, 1995) *« which suggests that individuals offer explanations for their activities that preserve their self-esteem »*<sup>65</sup> (Brown, 1997) ? Peut-être l'estime de soi est autant motrice dans l'agir stratégique que le rationalisme calculeur prêté à l'être humain au risque de l'assimiler à une machine ? Cette estime se construit en permanence par rapport à soi et par rapport aux autres – pas seulement ceux avec qui nous avons des échanges de travail –, elle est une fonction relative aux valeurs qui font sens en Société et dans le courant de l'histoire humaine (Boltanski et Thevenot, 1991).

---

<sup>64</sup> Ce que nous avons étudié plus haut sous la forme d'une relation de pouvoir.

<sup>65</sup> Notre traduction : « qui suggère que les individus donnent des explications de leurs activités en mesure de préserver leur propre estime ».

#### 4.2.2.2. Une identité personnelle ?

##### Encadré 12

Code : « Identité » - sous code : « Identité de soi »

**a. Extrait de récit de pratiques RP07EJb, sales-trader depuis 13 ans, retranscription à partir d'enregistrement :**

*« J'ai toujours refusé de vendre mon âme*

*[...]*

*ce n'est pas parce que je suis trader que je suis une p... (Sic), il faut savoir dire non quand on est en face d'une situation où tes valeurs les plus profondes sont bafouées*

*[...]*

*il faut pouvoir se regarder dans la glace le matin en se rasant ».*

**b. Extrait de récit de pratiques RP11CAb, analyste financier depuis 12 ans, retranscription à partir d'enregistrement :**

*« Ces métiers (sous-entendu ceux de la finance) peuvent être exercés avec raison et éthique. Rien ne vous oblige à faire n'importe quoi. Il y a une part importante de responsabilité vis à vis de notre environnement et pas seulement celui des marchés.*

*(Je demande des précisions)*

*Il faut garder la tête sur les épaules, se raccrocher à des choses fortes comme ton éducation, ta famille, la vraie vie ! ».*

**c. Extrait de récit de pratiques RP02EBa, responsable des ventes actions puis gérant de fonds, 25 ans sur les marchés financiers, retranscription à partir d'enregistrement :**

*« Je pense m'être toujours comporté avec mes équipes de vente comme je me comporte avec mes enfants. Pourquoi serai-je différent dans mon travail ? ».*

Pour comprendre ce qui est entendu par identité de soi ou identité personnelle, nous pouvons nous reporter à la citation de Locke (1690) :

*« Pour trouver en quoi consiste l'identité personnelle, il faut voir ce qu'emporte le mot de personne. C'est, à ce que je crois, un être pensant et intelligent, capable de raison et de réflexion, et qui se peut consulter soi-même comme le même, comme une même chose qui pense en différents temps et en différents lieux; ce qu'il fait uniquement par le sentiment qu'il a de ses propres actions, lequel est inséparable de la pensée, et lui est, ce me semble, entièrement essentiel, étant impossible à quelque être que ce soit d'apercevoir sans apercevoir qu'il aperçoit [...] Cette connaissance accompagne toujours nos sensations et nos perceptions présentes : et c'est par là que chacun est à lui-même ce qu'il appelle soi-même. On ne considère pas dans ce cas si le même soi est continué dans la même substance, ou dans diverses substances. Car, puisque la conscience accompagne toujours la pensée, et que c'est là ce qui fait que chacun est ce qu'il nomme soi-même, et par où il se distingue de toute autre chose pensante : c'est aussi en cela seul que consiste l'identité personnelle. »*

L'identité de soi comprend donc la reconnaissance de ce qu'un individu est par lui-même et par sa relation aux autres. Comme nous avons vu que l'identité au travail s'alimentait aussi de l'identité personnelle, nous pouvons comprendre aussi que cette dernière se nourrit rétroactivement de la première. Il y a distinction entre une « identité pour soi » et une « identité pour les autres » (Dubar, 2000) mais les deux sont liées. S'il existe une plainte dans

l'une, l'autre sera affectée, comme c'est ici le cas avec les opérateurs de marché qui sont en perte de ce que Foucault (2001) qualifie le « souci de soi » : « Dans le *souci de soi* on est son propre *objet*, on est sa propre fin. Il y a [...] à la fois une *absolutisation* [...] de *soi comme objet du souci* ». Ils se sentent donc peut-être contraints d'intervenir au regard des attentes actuelles de leur champ social professionnel mais aussi de la Société dans son ensemble ; plus celle-ci marquera sa désapprobation et affichera des valeurs différentes, voire en contradiction avec celle de leur champ social professionnel, plus ils chercheront consciemment ou inconsciemment à transformer leurs actions.

Le jeu apparaît comme complexe car il peut y avoir inadéquation entre les processus de construction de l'identité au travail et ceux de l'identité personnelle. Une articulation est donc à trouver pour tendre vers une situation d'équilibre. Elle se fait par un jeu de transactions entre ce qui est objectif et ce qui est subjectif (Dubar, 2000). Les transactions objectives sont exogènes aux praticiens, elles sont – comme souligné en première partie de ce chapitre – de l'ordre du champ dans lequel ils agissent. Les transactions subjectives, quant à elles, sont endogènes ; elles exigent de l'individu qu'il accorde les identités façonnées par son histoire, son parcours et celles auxquelles il aspire dans son univers professionnel comme personnel. Il y a une adaptation constante entre facteurs exogènes et endogènes avec un jeu d'influences réciproques aussi bien au niveau micro, méso que macro puisque le tout est composé d'unités – les atomes individus – et ces unités composent et recomposent ce tout.

À ce stade, nous comprenons que l'identité est à la fois collective et individuelle, elle couvre les dimensions personnelles, professionnelles comme sociales qui toutes s'enchevêtrent ; elle va contribuer à l'agir personnel, comme organisationnel et stratégique, car elle met en marche un moteur qui va consister à créer, maintenir ou revoir les constructions par lesquelles les vies prennent un sens qui semblera légitime à ceux qui les construisent ainsi qu'à leurs semblables (Sveningsson et Alvesson, 2003). La quête identitaire, passant par la légitimité de soi et de tous ses actes, pour soi et pour les autres, ne peut donc pas être seulement réflexive et/ou passive ; elle conduit à des actes, une dynamique et des évolutions ; les moments de stabilité ne sont qu'illusoire ou temporaire (Brown et Lewis, 2011), car soumis à justification continue.

« Processes of denial, rationalization, attributional egotism, self-aggrandizement, and sense of entitlement are not just identity maintaining but legitimacy enhancing. In acknowledging the legitimacy of the groups and organizations with which they identify,

individuals are tacitly reaffirming their sense of self »<sup>66</sup>, (Brown, 1997).

### 4.2.3. Rechercher une légitimité ?

La légitimité dans l'agir stratégique des acteurs du *brokerage* occupe une place centrale dans la mesure où elle alimente le processus d'identification qui devient un processus d'action aussi bien sur le plan personnel que professionnel – c'est à dire organisationnel et stratégique. Ce processus de recherche identitaire qui est le propre de l'homme équilibré ou cherchant son équilibre nécessite que les individus se sentent légitimes dans ce qu'ils sont comme dans ce qu'ils font. Dans le cas contraire, il y a une situation de déséquilibre malsain. Les univers personnels et les univers professionnels semblent donc ne pas devoir véhiculer des valeurs trop contradictoires ; des passages ou passerelles doivent au moins exister entre eux. La légitimité, dans ce cas peut être entendue comme justification envisageable et peut alors servir de vecteur à l'action.

#### 4.2.3.1. La légitimité, sous quelle forme ?

**Encadré 13**  
**Code : « Légitimité »**

**a. Extrait de récit de pratiques RP06GVb, négociateur depuis 13 ans, retranscription à partir d'enregistrement :**

*« Parfois lorsque j'entend toutes ces critiques sur les marchés financiers, je me demande si ce que je fais est légitime.*

(Je demande des précisions)

*Et bien, je sais bien que j'agis en toute légalité mais par légitime, je veux dire : à quoi ça sert tout ça ? Est-ce que je suis utile à faire avancer les choses ?*

(Je demande quelles choses?)

*Ben (réflexion), l'économie et sa bonne santé mais aussi la vie quoi ! »*

**b. Extrait de récit de pratiques RP01MGa, analyste financier puis responsable de l'analyse financière depuis 20 ans, retranscription à partir d'enregistrement :**

*« Je crois que je serai contente un jour si un sales me disait "non, je ferai pas ça pour toi".*

[...]

*Il est normal que les brokers acceptent de jouer le jeu dans le cadre légal qui nous lie mais leur valeur ajoutée, c'est aussi leur libre arbitre notamment en respect de ce qu'ils pensent être légitime ».*

**c. Extrait de récit de pratiques RP03JMKa, sale senior depuis 12 ans, retranscription à partir d'enregistrement :**

*« On doit agir en étant légitime ; il n'est pas question de faire n'importe quoi. (Pause ; je lui fais remarquer alors qu'il y a des règles)*

*Bien sûr qu'il y a des règles mais ce n'est pas suffisant. Si c'était la seule chose qui nous tenait, les marchés n'existeraient plus depuis longtemps. Il faut qu'on soit reconnu par nos collègues, nos clients, que ce que l'on fait soit acceptable par tous ».*

<sup>66</sup> Notre traduction : « Les processus de déni, de rationalisation, d'égoïsme d'attribution, d'auto-glorification, et le sens du droit ne sont pas seulement le maintien de l'identité, mais développement de la légitimité. En reconnaissant la légitimité des groupes et des organisations avec lesquels ils s'identifient, les individus réaffirment tacitement leur sens de soi ».

Si nous prenons le sens étymologique de légitimité, le mot vient du latin *legitimus qui signifie* fixé par les lois, conforme aux lois, légal, venant de *lex*, loi, droit écrit. Ceci implique donc qu'elle ne garantit pas la justesse des décisions et des actes qu'elle conditionne, mais bien le droit de celui qui opère en son nom. Elle facilite ainsi les décisions individuelles comme collectives, en permettant des arbitrages, au nom de telle ou telle loi reconnue par la majorité. En ce sens, elle s'impose donc à un ensemble socialement constitué : elle en est le lien formalisé qui permet aux individus d'interagir de façon coopérative, avec un bagage de normes partagées.

Les sciences de gestion, et particulièrement la stratégie, sont de l'ordre des actions humaines et de fait, elles relèvent de la question de la légitimité entendue dans ce sens premier étymologique (Laufer et Burlaud, 1997). Si les individus se conforment à la loi ou aux règles en cours, dans un système d'action ou un champ, ils peuvent espérer être considérés, au moins par ceux qui partagent ce même champ, comme légitimes, et dans ce cas, la notion se confond avec celle de légalité.

Ainsi, les opérateurs de marché qui respectent les règles du jeu des marchés financiers seraient susceptibles de se sentir en adéquation avec ce système pour lequel ils respectent ce que Weber (trad. 1971) a qualifié de « domination rationnelle ». La conception donnée par Weber de la légitimité sous-entend donc que celle-ci se rapporte à la reconnaissance sociale d'une domination.

Un individu ou un groupe, dans le cadre de relations sociales, va l'emporter sur les autres en imposant sa volonté, son modèle et en obtenant l'obéissance selon trois formes possibles de domination :

- domination traditionnelle se basant sur des coutumes.
- domination charismatique fondée sur l'autorité d'une figure charismatique.
- domination légale venant du respect de la loi.

Il y a une forte corrélation entre la légitimité et le statut d'un groupe dans un champ, c'est particulièrement le cas sur les marchés financiers (Preda, 2005) où elle a permis aux acteurs du *brokerage* traditionnel de garantir une certaine confiance et de confirmer leur réputation, mais les choses se sont compliquées avec la modernisation et la multiplication de groupes sur ce même champ qui a entraîné une hiérarchie.

Les opérateurs de marché, dans les rapports professionnels récents, dus à la montée en

puissance des investisseurs institutionnels, se sont soumis à cette domination et acceptent en apparence le jeu actuel de légitimité/légalité mais, comme le souligne Weber lui-même (trad. 1971) :

*« La "légitimité" d'une domination peut aussi n'être considérée que comme la chance qu'elle a d'être, dans une mesure importante, tenue et pratiquement manipulée comme un tel concept. Encore un peu, et l'on dira que la docilité à l'égard d'une domination donnée provient, dans la plupart des cas (voire toujours), de cette croyance. La docilité peut être feinte pour des raisons d'opportunité, imposée par des intérêts matériels particuliers, acceptée comme inévitable par des individus ou des groupes entiers, du fait de leur faiblesse et de leur impuissance. Mais, il n'y a là rien de déterminant pour la classification d'une domination. Le fait que sa revendication propre de légitimité, suivant son type, ait, dans une mesure importante, du "crédit", consolide son existence et détermine le genre du moyen de domination choisi ».*

Il semble ici que la légitimité puisse être mouvante en fonction d'une domination d'un groupe ou d'un autre. En fait, il y a stabilisation, à travers notamment des normes réglementaires et légales, mais à tout moment, celles-ci peuvent être contestées si, comme le souligne Habermas (1978), il y a une crise de motivation naissant de la raréfaction des ressources de sens. Ce sens et sa recherche est le propre de l'homme dans la quête identitaire professionnelle et personnelle, comme entendu plus haut dans cette recherche.

*« Aucune domination ne se satisfait volontairement, comme on le sait par expérience, des motifs purement matériels, ou purement affectifs, ou purement rationnels par rapport à une valeur, pour assurer sa survie. Chacune cherche au contraire à faire naître et à nourrir la croyance à sa légitimité. [...] Chaque pouvoir, et même chaque "avantage de vie", a besoin de se justifier » (Weber, trad. 1971).*

Il s'ensuit que la procédure législative ne peut pas à elle seule se poser comme justification d'un agir stratégique. Elle n'est que la traduction d'un équilibre momentané, pour le *brokerage* sur les marchés financiers, celui de la domination des investisseurs institutionnels et d'un modèle marchand fondé sur des valeurs anglo-saxonnes. Elle peut, de fait, à tout moment entrer en compétition avec d'autres contraintes de légitimation portées par la confrontation à d'autres modèles réanimés ou nouveaux et portés intrinsèquement par les acteurs eux-mêmes dans leur recherche d'équilibre identitaire.

La légitimité dont il est question dans notre recherche sur le *brokerage* ne semble donc pas se limiter à celle qui se confond avec la légalité. Elle recouvre apparemment bien d'autres dimensions. D'ailleurs, nous retrouvons à travers même l'intérêt croissant des sciences de gestion depuis une quinzaine d'années pour le concept de légitimité qu'il puisse être entendu de façon très large. Si, de manière traditionnelle et générale en sociologie, la légitimité peut se résumer comme une conformité aux normes et aux lois sociales (Weber, trad.1971 ; Parsons,

1956, 1960), Meyer et Rowan (1977) ont ouvert la porte à des dimensions élargies qui seront reprises dans les travaux sur la théorie des organisations (Suchman, 1995 ; Ruef et Scott, 1998 ; Johnson *et al.*, 2007). La légitimité y est considérée comme résultant de

« [...] rational effectiveness (later termed pragmatic legitimacy), legal mandates (regulatory or sociopolitical legitimacy) and collectively valued purposes, means, goals, etc. (normative or moral legitimacy) »<sup>67</sup> (Deephouse et Suchman, 2008).

Nous retrouvons les trois dimensions de la légitimité soulignées par Suchman (1995), c'est-à-dire la légitimité pragmatique qui entre dans les relations à autrui, cognitive dans la création de sens commun, mais aussi morale au sens de normative pour le groupe social et la Société elle-même.

Cette légitimité multi-dimensionnelle se décline de façon globale ainsi que sur le plan professionnel et si nous la regardons uniquement sous cet angle, elle devient légitimité professionnelle au sens entendu dans les travaux plus récents de Greenwood *et al.* (2002). Il convient ici d'insister sur le fait que cette légitimité professionnelle n'est qu'une partie d'un tout dans les représentations données par les *brokers*. Nous avons ainsi le sentiment que la légitimité dans ses trois dimensions se retrouve aussi bien à un niveau personnel (qui pourrait correspondre à un niveau d'analyse micro) que professionnel (ou niveau méso) et social (ou niveau macro). Dans les divers niveaux, elle trouve sa source et s'exprime en retour dans un travail identitaire sur soi en tant qu'individu, sur soi en tant que professionnel et sur soi en tant que membre de la compagnie des hommes. Ce travail va se donner à voir à travers des statuts atteints ou à atteindre avec des concepts variés tels que ceux décrits plus haut : réputation pour l'économique, confiance pour l'honorifique, expertise pour le technique (Deephouse et Suchman, 2008). Le tout s'anime dans un contexte historico-culturel, normatif et technique en osmose continue. L'agir stratégique peut alors s'entendre comme une recherche constante de légitimation. Pouvons-nous dire de justification ?

---

<sup>67</sup> Notre traduction : « l'efficacité rationnelle (nommée plus loin la légitimité pragmatique), les mandats légaux (la légitimité réglementaire ou sociopolitique) et les buts évalués collectivement, moyens, buts, etc. (la légitimité normative ou morale) ».

#### 4.2.3.2. La légitimité comme justification ?

##### Encadré 14

Code : « Légitimité » - sous code : « Justification »

**a. Extrait de récit de pratiques RP20CA, *sale junior* depuis 2 ans, retranscription à partir d'enregistrement :**

*« Si je fais ce métier, c'est parce que je crois que ça sert à quelque chose.*

*[...]*

*Je vois bien qu'on nous regarde parfois bizarrement lorsqu'on parle de ce métier mais c'est loin de ce que les autres en pensent. C'est vraiment chouette de pouvoir être au cœur de l'économie et de savoir que tu peux aider des entreprises à se développer. On n'est pas tous des killers ! C'est important que les autres comprennent ça et ne nous obligent pas à toujours nous justifier. »*

**b. Extrait de récit de pratiques RP11CAa, *analyste financier* depuis 12 ans, retranscription à partir d'enregistrement :**

*« Si je dois justifier ce que je fais, je peux dire que je garde mon libre-arbitre même lors d'opérations de primaires où la banque tente parfois de me tordre le bras. Je reste dans les limites de l'acceptable pour mon employeur mais je n'écrirai pas une note emphatique sur une boîte qui ne vaut rien. »*

**c. Extrait d'entretien E10MC, *responsable de délégation organisation Bourse*, retranscription à partir de notes:**

*« Le plus important dans les activités de marché, c'est de pouvoir justifier tout ce qui est fait. Cette justification repose sur les fondamentaux de la Bourse qui sont simples : elle est là pour assurer le financement de l'économie, un point c'est tout ! Ça ne donne pas droit de faire n'importe quoi, il faut rester irréprouvés et intelligibles pour les émetteurs et le grand public. »*

Nous constatons que la légitimité/légalité peut aider à comprendre certaines pratiques en gestion, mais que l'agir stratégique dépasse ce simple niveau. La légitimité, ou plus exactement la recherche de légitimité comme moteur de l'action, est certes fondée sur la loi, mais cette loi n'est que le reflet momentané de la reconnaissance d'un modèle dominant. À la longue, c'est l'équité ou une certaine viabilité renouvelée qui prend le pas et permet de recevoir le consentement collectif des individus, et celui de l'individu en soi, pour aboutir à un nouveau modèle dominant. Il y a donc une recherche constante de justification de l'agir stratégique, en conformité à des lois mais au delà, une sorte de recherche d'idéal-type et/ou de morale co-construite en continu par les interactions des hommes en Société.

En sciences de gestion, lorsque le système – ou un champ – est en état de marche stabilisé, cela signifie que sa notion de légitimité correspond aux conditions juridiques et scientifiques du champ et du jeu économique, mais aussi aux valeurs de la Société en général. En cas de crise, c'est cette légitimité/légalité qui est ébranlée de façon visible et demande qu'un autre mode de justification génère de nouvelles règles, dont les fondements se justifieront dans les valeurs alors portées par la Société.

Ce mode de justification prend sa source au niveau micro – les individus et le sens donné dans leurs actions –, mais par interactions avec ce qu'ils vivent et perçoivent aux niveaux

méso – les organisations – et macro – le champ mais aussi la Société, dont le champ n'est qu'une partie –. Il y a participation consciente ou non, volontaire ou non, à un agir stratégique porteur de normes sociales renouvelées et potentiellement productrices de nouvelles règles et ainsi de suite. Les individus construisent ainsi une sorte de régulation informelle de leurs champs d'action professionnel et personnel. Ils participent et maintiennent dans un groupe, une organisation et un champ, une légitimité interne qui fait sens mais ce sens doit aussi être en harmonie et en corrélation avec celui des aspirations du Monde dont ils sont aussi parties prenantes.

Penser que la légitimité, dans les organisations et les champs professionnels, trouve une explication sans tenir compte de la place de l'individu en Société, est une vision partielle. Il y a bien des raisons de calculs rationnels personnels (Pfeffer et Salancik, 1978 ; Scott, 2003), une recherche de congruence entre ce qui est bon ou mauvais pour l'organisation, les structures dans lesquelles elles opèrent et pour les acteurs eux-mêmes (Parsons, 1960 ; Scott et Meyer, 1991), le désir d'accomplir des actes légitimes sur le plan moral comme cognitif (Suchman, 1995) et la volonté d'une identification valorisante comme :

« [...] the construction of a morally acceptable image with which members can identify, and the offer of explanations that make working life seem meaningful are valuable in and of themselves »<sup>68</sup> (Brown, 1997).

C'est dans le rapport à autrui et à soi-même que la légitimité se fonde ; elle est fruit d'une co-construction de justification qui finit par s'imposer ponctuellement et professionnellement, comme personnellement à la majorité ; elle devient le moteur de l'agir stratégique comme de l'action humaine tout court. Tout acte personnel, professionnel comme général devient un sujet soumis à légitimation. Pour le saisir, il y a dépassement de l'opposition entre collectif et individuel, entre approche économique et sociologique (Boltanski et Thévenot, 1991) et l'agir stratégique est dans ce sens très significatif car il est à la croisée de ces deux univers puisque il est le fruit de praticiens dans des organisations, des institutions et en Société.

L'action est donc sujet de légitimation au même titre, par exemple, que les entités, les structures et les idées ; en fait, « *almost anything can be a subject of legitimation* »<sup>69</sup> (Deephouse et Suchman, 2008). L'action est à la fois modelée par la recherche de légitimité et façonne cette dernière en retour (Ashfort et Gibbs, 1990 ; Greenwood *et al.*, 2002) avec un

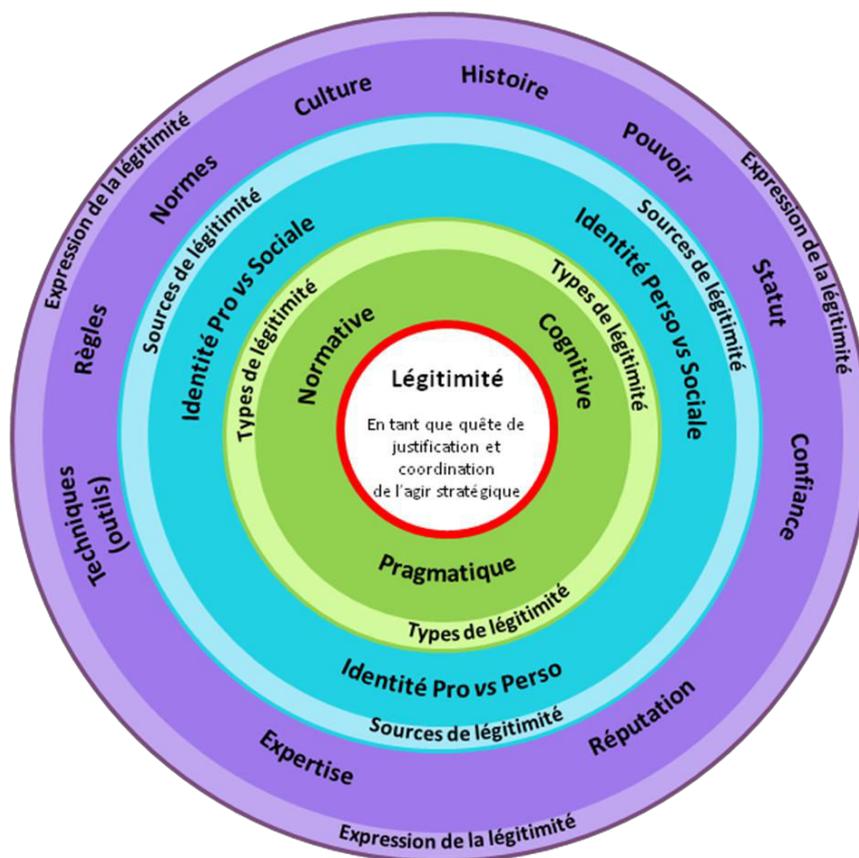
---

<sup>68</sup> Notre traduction : « La construction d'une image moralement acceptable avec laquelle les membres peuvent s'identifier et offrir des explications qui font que la vie professionnelle semble significative avec une valeur pour eux et en dehors ».

<sup>69</sup> Notre traduction : « à peu près tout peut être sujet à légitimation ».

travail constant entre les audiences internes et externes qu'elle rencontre, celles qui ont une autorité locale comme celles qui sont plus globales. Dans l'action, il peut donc y avoir tricotage mais aussi détricotage d'une légitimité ou délégitimation source de changement (Ashforth et Gibbs, 1990). Ceci souligne la présence d'un processus au sens de Van de Ven (1992) et justifie le recours possible à diverses explications et théories ainsi qu'à différents concepts pour l'éclairer. Il nous semble que la recherche de légitimité dans toutes ses dimensions et à tous les niveaux se situe comme le moteur central du processus que constitue l'agir stratégique dans le *brokerage*; cette recherche se prête à une étude comprenant divers niveaux d'analyse et liant des éléments variés mais qui se complètent montrant alors la richesse et la complexité de la formation de la stratégie. Dans notre étude, nous pourrions donner la représentation suivante des liens qui unissent ces éléments-clés :

**Schéma 13. Les éléments-clés de l'agir stratégique dans le *brokerage***



La légitimité est donc une notion-clé pour comprendre l'agir stratégique.

## Conclusion du chapitre

À la suite des catégories substantives et formelles construites à partir des récits des praticiens et après confrontation aux documents recueillis de sources primaires comme secondaires, il apparaît que certains éléments jouent un rôle clé au cœur du *strategizing*. Ces éléments sont multiples et sur des plans différents qui sont de l'ordre contextuel et de l'ordre individuel, à la fois professionnel et personnel. Le premier plan semble éclairer les raisons qui justifient les pratiques tandis que le deuxième plan se présente plutôt comme un ensemble de motivations animant les praticiens dans une Pratique qui doit créer du sens pour eux comme pour la Société dans son ensemble ; ici, pratique, praticiens et Pratique s'entendent bien comme définis par la perspective SaP.

Depuis une vingtaine d'années, la disparition en France des agents de change organisés en une corporation fortement identitaire sur le plan professionnel et relativement bien intégrée en Société, a laissé place à des modèles organisationnels porteurs de valeurs différentes. Ces valeurs sont celles reposant sur un « nouvel esprit du capitalisme » (Boltanski et Chiapello, 1999). Ces valeurs, au niveau des marchés financiers, ont été intégrées prioritairement par un groupe qui a pu dominer ce champ et permettre leur expression sous des formes momentanément stabilisées et structurantes : les formes réglementaires et techniques. Nous pouvons remarquer que ces valeurs sont celles qui ont porté la Société française à une libéralisation de son économie et à la transformation de ses structures. Cependant, ces valeurs se sont pas figées *ad vitam aeternam* et des tensions se font jour, aussi bien par un malaise ressenti par des praticiens pris entre leurs aspirations professionnelles et personnelles, que par des crises généralisées du champ et maintenant d'un modèle de Société dit occidental. Ces signes sont probablement ceux qui montrent que les compromis institutionnalisés rencontrent certaines limites. D'autres formes de légitimation de l'action et de son corollaire au niveau du travail, l'agir stratégique, sont peut-être en train de rentrer en concurrence. Les marchés financiers, malgré ces tensions et ces crises, nécessitent toujours des intermédiaires de type *broker*, utile dans leur rôle central de passeurs de l'information. Ce n'est donc pas la fin d'une profession, qui existe depuis que les marchés existent, mais peut-être l'aube d'un redéploiement et d'un renouvellement stratégique porté par les individus eux-mêmes car tout en étant praticiens, ils sont aussi citoyens.

Cependant, comment articuler tous les niveaux mis en œuvre dans l'agir stratégique ou *strategizing* et développer une modélisation qui prendra bien en compte toutes les notions apparues dans ce chapitre, et plus particulièrement celle de la légitimité entendue comme une quête perpétuelle de justification ?



**CHAPITRE 5.**  
**L'AGIR STRATÉGIQUE : MODÉLISATION**  
**THÉORIQUE ET INCIDENCES PRATIQUES**



## Introduction

À partir de notre matériau empirique et suivant une démarche inspirée de la GT, nous avons pu voir au chapitre 4, comment ont émergé différentes catégories formelles qui se posent comme autant de parties d'un même puzzle possible, dont nous ne connaissons pas encore l'image globale. Elles semblent interconnectées entre elles et nous aident à comprendre quels sont les facteurs en œuvre qui motivent l'agir stratégique ou *strategizing* dans l'activité de *brokerage*. Ces facteurs se complètent tout en étant sur divers niveaux d'analyse comme entendu dans une perspective SaP ; ces facteurs entrent en œuvre de façon plus ou moins consciente et simultanée pour favoriser une quête de sens au niveau des praticiens dans le respect de pratiques institutionnalisées, le tout dans un souci constant d'une Pratique légitime aussi bien au niveau individuel que collectif, et qu'au niveau de l'organisation que de la Société en général. Cette quête ressemble à une tentative constante, mais plus ou moins fluide, de justification de l'action qui pourrait être au cœur du *strategizing*. Il s'agit, pour les acteurs du *brokerage*, de pouvoir rendre compte de leurs actes pour vivre et survivre aussi bien sur le plan professionnel que personnel, en société et en Société.

Pour continuer le travail de théorisation et obtenir une représentation globale du puzzle, il convient maintenant de monter en conceptualisation. C'est l'aspiration de ce dernier chapitre où nous allons tendre à fournir une grille de lecture plausible pour éclairer l'agir stratégique dans l'intermédiation financière de type *brokerage*. Si nous reprenons le schéma des 3P (cf. le chapitre 2), mettant le *strategizing* à l'intersection des trois sphères praticiens, pratiques et Pratique, pour faire suite aux facteurs ayant émergé au chapitre 4, nous avons le sentiment qu'il est possible de regrouper certains de ces facteurs dans chacune des trois sphères. Elles semblent répondre à un même éclairage et correspondre à un des niveaux d'analyse (micro, méso, macro). Nous considérons que ces derniers fonctionnent en constante articulation autour de leur axe de rotation (ou moteur) qu'est le *strategizing*. Dans ce cas, nous tentons d'aller au-delà de la difficulté soulignée par Jarzabkowski *et al.* (2007) qui estiment que cette approche tri-niveau est peu tenable en recherche, notamment sur le plan empirique. Se

---

<sup>70</sup> Notre traduction : « Intermédiaire et médiateurs peuvent se dire de différentes façons ».

concentrer sur un seul niveau équivaut à effacer la complexité et la richesse du terrain pour ne donner qu'un éclairage partiel au sujet. La perspective SaP peut permettre de dépasser ceci si nous ne la mettons pas seulement en œuvre, comme il lui est parfois reproché (Clegg *et al.*, 2011), sur le seul angle des micro-pratiques. Il n'y a pas une unité d'analyse qui est ici privilégiée mais bien l'articulation des divers niveaux pour cerner les ressorts de l'agir stratégique.

Nous verrons dans un premier temps que ces niveaux peuvent s'appréhender avec des dimensions fondées théoriquement qui se complètent et qui facilitent une modélisation qui pourrait nous aider à avoir une représentation plus fine du *brokerage* et de ce qui anime l'agir stratégique des acteurs dans ce contexte. Dans un deuxième temps, ce modèle appellera des incidences sur le plan pratique avec essentiellement une relecture de l'activité de *brokerage* vue dans sa complexité, son rôle stratégique, une perspective renouvelée et quelques pistes organisationnelles et managériales.

## 5.1. Construction d'un modèle d'agir stratégique

Pour Piaget (1967b), un individu s'adapte constamment à un environnement mouvant dans un processus de transformation rendu possible grâce à son intelligence en recherche de situations d'équilibre au moins provisoires puisqu'il n'existe pas d'équilibre permanent. Si nous assimilons l'agir stratégique à ce processus de transformation transposé de la vie biologique en général à la vie dans une organisation en Société, il ressort que nous sommes dans une situation de changement et de recherche de stabilisation constante par les acteurs impliqués dans ce microcosme autour d'une tentative sans cesse renouvelée de construction de sens, celui d'une légitimité telle qu'entendue au chapitre 4. Avec la perspective SaP, nous voyons que ces acteurs sont impliqués sur divers niveaux : ceux des 3 P qui peuvent s'entendre comme les praticiens eux-mêmes – ou niveau micro –, les pratiques – ou niveau méso –, la Pratique ou Praxis – ou niveau macro. Chacun de ces niveaux peut se comprendre plus finement grâce à des éclairages théoriques existants qui peuvent se compléter jusqu'à faciliter l'émergence d'un modèle plus global éclairant le *strategizing*.

Selon les 3 P et les niveaux d'analyse rattachés, trois perspectives théoriques peuvent contribuer à cerner ce qui se construit. Elles permettent de concevoir le *strategizing* de façon complémentaire et facilitent à la fois la compréhension de ce qui se passe au niveau des praticiens, des pratiques et de la Pratique mais aussi à l'articulation des 3 P et des divers

concepts issus de notre terrain. La première de ces perspectives théoriques est l'*Enactment* avec le *sensegiving/sensemaking* comme processus de création de sens au niveau des acteurs du *brokerage*; la deuxième est l'approche Néo-Institutionnelle comme processus d'élaboration d'outils ou de situation organisationnelle au niveau des organisations et des institutions impliquées dans le *brokerage*; la troisième est la Théorie de la Grandeur comme processus d'accommodation au niveau global du *brokerage* sur les marchés et en Société.

Après nous être concentré sur chacun des 3 P en montrant comment il représente un niveau d'analyse pour le *strategizing* à la fois éclairé par une théorie existante et lié aux autres niveaux car complémentaires, nous tenterons de représenter un modèle théorique de l'agir stratégique combinant ces diverses perspectives théoriques.

### **5.1.1. Praticiens et « *sensemaking/sensegiving* »**

Concernant la sphère des praticiens, nous considérons à partir de notre matériau de recherche que ceux-ci, dans le cadre de l'agir stratégique, poursuivent une quête d'équilibre entre leurs identités professionnelle et personnelle en tendant une justification tenable sur tous les plans. Il est à noter que s'agissant ici des praticiens, nous utiliserons plus souvent le terme *broker* pour les qualifier que *brokerage* lié à l'activité dans son ensemble. Ce terme permet de nous centrer sur les acteurs agissant en tant qu'individus seuls mais aussi collectivement. Nous sommes là dans le domaine de l'ontologie où le praticien est vu comme un sujet en interaction avec le collectif, « *individual doing is conceptualized as a solo, primarily cognitive, activity or as an interactive, primarily social, activity* »<sup>71</sup> (Jarzabkowski, 2010). La sphère des praticiens est pour nous assimilable à un niveau micro d'analyse (Denis *et al.*, 2007) qui sous certains aspects tient plus de la psychosociologie que d'autres courants. Une perspective théorique déjà intégrée en management stratégique permet de mieux comprendre cette sphère tout en restant corrélé avec notre perspective. Il s'agit des travaux de Weick (1979, 1995).

#### **5.1.1.1. « *Enactement* », « *Sensemaking/Sensegiving* », de quoi parle-t-on ici ?**

Comme dans la philosophie pragmatiste qui cherche l'origine de la connaissance dans l'action (Dewey, 1938), Karl Weick (1979, 1995) lie action et cognition à travers le concept d'*enactment*. « Les acteurs seraient plutôt engagés dans l'écriture du texte en même temps qu'ils en créent le sens » (Journé et Roulet-Croset, 2004). Il se concentre donc sur les façons

---

<sup>71</sup> Notre traduction : « le faire individuel est conceptualisé comme une activité solo, principalement cognitive ou comme une activité interactive principalement sociale ».

de faire et l'agir stratégique des individus dans les organisations, organisations qu'il n'oublie pas d'insérer en Société puisque dans ses travaux, le chercheur « ne semble pas coupé de sa propre identité d'homme et ne coupe pas l'individu dans l'organisation de son identité plus large d'humain » (Vidaillet, 2005) ce qui est ici en corrélation avec notre approche de la recherche et est corrélé avec les émergences de notre enquête notamment sur le travail identitaire professionnel et personnel des *brokers* et leur quête de légitimation voire de légitimité dans une situation en constant mouvement.

Weick (1988) décrit l'*enactment* comme la représentation de ce que les acteurs opèrent lorsqu'ils agissent stratégiquement : ils apportent des façons de faire et d'être mais aussi modèlent les structures et des événements dans le feu même de l'action qui est centrale. Weick utilise ce terme dans le contexte du « *sensemaking* » opéré par des managers, des *middlemanagers* mais aussi de simples employés. Il décrit comment ils peuvent influencer un système notamment pour éviter certains résultats ou actes. L'action est ici une construction sociale qui lie individus, organisation et leur environnement dans le cadre du Management Stratégique.

L'*enactment* place donc la vie des organisations dans une cadre similaire à la vie en général. Les individus et les organisations sont constamment dans une sorte de processus d'autoformation (Deetz, 1982). Ils se façonnent respectivement et mutuellement. Selon Eisenberg (1986), il y a essentiellement deux voies à ce processus : 1) une recherche de stabilité par des cycles d'interaction ; 2) le développement de règles lorsqu'il y a une stabilisation adéquate, car les comportements semblent plus ou moins adaptés à un sens trouvé plutôt que donné. Nous pouvons considérer l'*enactement* comme un processus par lequel les individus opèrent des actes assurant une certaine coordination et oriente un projet collectif pour assurer une certaine continuité à leur activité. Ce processus exige des règles et des rôles mais ces aspects sont peu développés dans les travaux de Weick. Il nous semble que nous nous situons dans un autre niveau, celui des pratiques qui, nous le verrons plus loin peut être vu sous une autre perspective théorique.

L'*enactement* fournit un éclairage pour comprendre ce qu'est l'agir stratégique au niveau des praticiens. Ils peuvent utiliser des outils élaborés lorsque des situations stratégiques sont stabilisées autour d'un but ou d'un concept reconnu par la majorité (ou *sensemaking*) mais leur capacité à créer du sens (ou *sensegiving*) pour concevoir du nouveau devient cruciale pour la survie de leur organisation ou comme raison d'être de leur activité. Le changement peut alors se concevoir comme plus ou moins constant avec des phases relativement plus

stables que d'autres ; les phases plus agitées sont l'œuvre d'un sentiment plus ou moins conscient de réactions et d'interactions qui évoluent car tendant vers une construction de sens renouvelée. Ce changement comme les périodes de stabilisation sont l'œuvre de chaque composant de la construction donc de chaque praticien en tant qu'être humain pris individuellement comme collectivement. Il engage chacun et tous à la fois dans le cadre de l'organisation et de son environnement.

Malgré un grand foisonnement et une forte complexité dans la pensée de Weick, il existe cependant une forte ligne directrice dans le lien interactif et processuel qu'il opère entre pensée et action, individu/organisation/environnement. « L'organisation est dans les processus, c'est ce qui est en train de se construire et de se déconstruire via les interactions entre personnes qui est mis au centre de la perspective » (Vidaillet, 2005) que l'on pourrait paraphraser par : le *brokerage* est dans les processus, c'est ce qui est en train de se construire et de se déconstruire via les interactions entre *brokers*-praticiens qui sont mis au centre de la perspective. Il est soumis à une constante construction de sens, moteur pour comprendre l'évolution de cette activité ; cette construction n'est pas linéaire mais c'est une énergie vitale facilitant l'action propre comme collective orientée vers un but, peut-on parler d'une forme d'idéal ?

#### **5.1.1.2. « Sensegiving/sensemaking » et brokers :**

Les travaux de Weick apparaissent ouvrir des pistes intéressantes qui peuvent nous permettre de saisir le processus formation de la stratégie au niveau des individus directement impliqués dans le *brokerage*, en particulier les opérateurs de marchés souvent appelés par extension *brokers*. La construction constante de sens des *brokers*, notamment dans leur recherche de justification pour leurs actes, est au cœur du *strategizing* ; sans motivation profonde et de quête vers un idéal ou au moins un simple but, point de raison d'agir stratégiquement.

On en déduit avec Weick (1987) que :

*« [...] la gestion de systèmes sophistiqués (dans notre cas le marché financier mais aussi le système social dans lequel les brokers sont insérés) requiert de la complexité. [...] Les accidents (ici les crises, les bulles, les scandales financiers) se produisent lorsque les hommes qui agissent et gèrent des systèmes complexes ne sont pas eux-mêmes assez complexes pour sentir et anticiper ».*

Il conviendrait donc au *broker* d'être en adéquation, en phase – pour utiliser une métaphore musicale – avec le système pour éviter d'aller aussi bien dans un excès de simplification que

de complication. Il conviendrait aussi qu'il soit en phase avec ce que la Société attend de lui pour se sentir légitime non seulement professionnellement mais encore personnellement. Nous pouvons envisager passer par une organisation adaptée, une organisation qui ferait la part belle aux individus

« [...] *conscients de la complexité du monde, (prêts) à se montrer attentifs aux limites des (leurs) connaissances, à introduire la dose de doute juste, pour ne pas paralyser mais au contraire rester en alerte à l'inhabituel, enfin à valoriser la curiosité qui permet de concevoir et de mieux répondre à la variété* » (Vidaillet, 2005).

Nous avons là une forme de sagesse que compléterait – toujours en suivant les idées de Weick – une certaine adaptabilité, celle qu'un même individu pourra avoir à se sentir autre, à changer de rôle pour intégrer une autre pensée par exemple. Il s'agit, selon nous, d'une forme d'empathie avec le monde qui nous entoure. Se pose ainsi la question d'une certaine écoute de l'autre, de ce que Weick appelle une « interaction respectueuse » qui conduit à développer « une subjectivité conjointe ». Le lien à établir alors pose la question d'un acte d'intelligence individuel mais aussi collectif, un acte particulièrement original dans la mesure où l'activité de *brokerage* a essentiellement été, jusqu'à aujourd'hui, conçue comme très individuelle. Il est intéressant de noter ici qu'aujourd'hui, un courant est aussi en train de naître au sein de quelques *brokers* regroupés en une association pour réfléchir à de nouvelles pratiques pour leur métier – notamment sur des bases plus collectives.

#### **5.1.1.3. Liens *Sensemaking/Sensegiving* et *Strategizing* :**

Les *brokers* peuvent être vus comme des *middle managers* qui sont centraux à l'activité de *brokerage* d'autant plus qu'elle est organisée autour d'organigrammes relativement plats où chacun dispose d'un grand niveau d'autonomie organisationnelle même si très réglementée. Comme les *middle managers* vus dans diverses autres recherches en stratégie (Dutton *et al.*, 1997 ; Floyd et Wooldridge, 1990, 1994 ; Van Cauwenbergh et Cool, 1982), les *brokers* sont en situation de détection des signaux faibles contribuant ainsi fortement aux questions de stratégie. Ils sont directement à l'interface et de façon très intensive avec les clients ou avec tous les acteurs qui composent ce qu'on appelle de façon un peu nébuleuse, le Marché. Ce positionnement crée pour eux des opportunités pour influencer sur l'agir stratégique (March et Simon, 1958), ils deviennent des sortes de médiateurs intra et inter organisation mais aussi de façon plus générale avec leur environnement professionnel comme personnel.

Balogun et Johnson (2004) ont ainsi montré à quel point le rôle des *middle managers* était essentiel sous l'angle du *sensemaking* dans le processus de changement des stratégies. Ils

jouent un rôle essentiel à la fois au niveau individuel mais aussi collectif quel que soit le type de changement. Si l'on compare, par exemple, leur rôle à celui des dirigeants qui est plus celui d'une certaine forme de coordination, ils sont plus dans des actes d'interprétation et de transformation en actes concrets pour eux comme pour leurs équipes ceci par des processus informels de *sensemaking* (Balogun, 2003), ils tentent de comprendre les signaux faibles de leur environnement ce qui affecte leurs actions (Floyd et Wooldridge, 1990, 1994) et, le plus souvent, ils sont à l'origine de nouvelles stratégies par un travail de construction de sens autonome (Burgelman, 1983).

« Middle managers have the potential to affect the organization's alignment with its external environment by injecting divergent thinking and change-oriented behavior into the strategy-making process »<sup>72</sup> (Floyd et Wooldridge, 1997).

L'agir stratégique peut être vu, dans une approche morcelée de la Stratégie, comme étant, d'une part, le fruit des praticiens et, d'autre part, comme celui des structures mais si nous le considérons de façon globale, il semble plus être une question mêlant étroitement les deux. « *There are several routes to advance the understanding of the possibilities of human choice [...] to explore new understanding of human theories and strategic choice* »<sup>73</sup> (Pozzebon, 2004). Il faut cependant garder à l'esprit que les orientations stratégiques qui sont élaborées ne sont pas toujours intentionnelles ; au niveau des *brokers*-praticiens, ils peuvent être conçus comme des actes de *sensegiving* et de *sensemaking* pour tendre à une certaine légitimité. Cette dernière notion, comme les autres niveaux du *strategizing*, demande des éclairages théoriques complémentaires pour permettre une vision d'ensemble.

### 5.1.2. Pratiques et Néo-Institutionnalisme

Concernant la sphère des pratiques, elle est à rapprocher des facteurs qui ont émergé de notre terrain telles que le poids de l'histoire et du politique mais aussi de la régulation, de la réglementation et de l'adoption de NTIC qui contribuent à faire converger puis à stabiliser des modèles d'organisation qui vont se standardiser autour de certaines conceptions partagées par la majorité de la profession à un moment donné. Dans le cadre de l'agir stratégique, nous nous situons au niveau méso dans le contexte organisationnel lieu de la cristallisation des pratiques mais aussi lieu de rencontre et/ou d'articulation entre le micro et le macro.

---

<sup>72</sup> Notre traduction : « Les cadres intermédiaires ont le potentiel d'affecter l'adéquation de l'organisation à son environnement externe, en introduisant des "pensées divergentes" et "des comportements orientés vers le changement" dans le processus d'élaboration de la stratégie ».

<sup>73</sup> Notre traduction : « Il y a plusieurs voies pour faire avancer la compréhension des possibilités de choix de l'homme [...] afin d'explorer une nouvelle compréhension des théories humaines et du choix stratégique ».

### 5.1.2.1. Néo-Institutionnalisme, de quoi parle-t-on ici ?

Tout d'abord, dans sa forme originelle (Di Maggio et Powell, 1983), l'analyse néo-institutionnelle peut aider à saisir comment se forme et se cristallise l'organisation de type *brokerage* soumise à des pressions institutionnelles. Le terme institution est ici entendu dans un sens large, c'est-à-dire intégrant à la fois les dimensions cognitive, coercitive et normative mais aussi matérielle et immatérielle. Les institutions sont ainsi analysées en tant qu' « état » (Chambost, 2007), elles orientent les comportements à travers des valeurs et des normes communes pour aboutir à des structurations communes. Cette analyse met bien en relief le processus d'homogénéisation qui s'opère entre organisations sous la pression de l'environnement, c'est ce qui est qualifié d'isomorphismes. Ces isomorphismes sont de trois ordres selon leurs origines (qui reprennent les dimensions institutionnelles) :

- le **mimétique** répond à l'incertitude, il est le résultat d'une homogénéisation des organisations qui occupent un même champ jusqu'à devenir similaires entre elles.
- le **coercitif** au politique, il correspond aux pressions émanant de l'État, de la société civile organisée par exemple sous forme d'associations.
- le **normatif** aux professions, il se traduit par des normes et des standards communément acceptés par un même corps de métier.

Ces phénomènes contribuent à asseoir la légitimité de l'organisation (ses structures) et les pratiques (les comportements) qui sont mises en œuvre dans le champ qui est le sien. Cette notion de champ organisationnel est importante car elle permet de comprendre que les organisations forment un groupe constituant une sphère propre et reconnue de la vie socio-économique (Di Maggio et Powell, 1991). Cette forme du néo-institutionnalisme nous aide donc à saisir la construction commune de la légitimation au sein du champ, elle éclaire la philosophie dominante qui peut y avoir cours pour asseoir la légitimité de l'organisation mais aussi la mise en place de standardisation, de routines en adéquation qui vont contribuer à régler les questions de coordination du travail (Meyer et Rowan, 1977).

Cependant, ces travaux néo-institutionnels fondateurs font jouer un rôle prépondérant à l'environnement plus qu'aux acteurs qui restent selon nous relativement libres dans la formation de la stratégie (Martinet, 1990). Certains auteurs du courant tentent pourtant de plus en plus à réintroduire ces acteurs pour souligner, comme Powell (Di Maggio et Powell, 1991) que les échanges économiques et leur reproduction se font par des arrangements institutionnels à un niveau macro mais aussi micro. Il reprend d'ailleurs pour illustrer cette

idée les travaux d'Abolafia (1984) sur une des fonctions phares du *brokerage*, les *traders* et il souligne, outre le contrôle public, les normes plus ou moins formelles issues des interactions locales de ces acteurs et de l'attention à leur réputation. Dans cette réintroduction de l'acteur, il est relayé par Fligstein, (2001) et Scott (2005) pour qui :

« [...] recognizing that actors are institutionally constructed, it is essential to affirm their (varying) potential for reconstructing the rules, norms and beliefs that guide – but do not determine – their actions. Barley's influential study of the variable response of actors in hospitals to the introduction of (presumably determinant) technologies, helped to open the door for the consideration of power exercised by "subjects", and was reinforced by DiMaggio's essay calling for the reintroduction of "agency" – the capacity to "make a difference" in one's situation – into institutional theorizing. Gradually, the language began to shift from discussions of institutional "effects" to institutional "processes"; and theorists began to craft recursive models, recognizing "bottom-up" modes of influence, to supplement or replace prevailing top-down models »<sup>74</sup>.

Nous pouvons aussi penser aux travaux de Lawrence et Suddaby (2006) qui s'inscrivent dans la tradition néo-institutionnelle tout en donnant là encore plus d'importance au travail institutionnel des acteurs. Ce travail est selon eux « volontaire » alors que dans notre recherche, il ressort à travers les divers témoignages et les émergences, toute une part moins intentionnelle et/ou subie. Lawrence et Suddaby éclairent non seulement la stabilité des institutions mais aussi leur création ou le phénomène de désinstitutionalisation. Or, ces trois dimensions sont étroitement liées car, comme Benjamin Taupin (2011), nous estimons « qu'il faut voir les institutions comme des constructions fragiles qui sont [...] constamment soutenues par l'action humaine, au risque de disparaître ». Cette action humaine est dans notre étude assimilable à l'agir stratégique qui est un processus continu alimenté par du délibéré comme par du « chemin faisant » (Avenier, 1997), c'est-à-dire ici des micro actes porteurs de sens en construction. Lorsqu'il y a rupture forte comme progressive de la compréhension des acteurs dans leur agir stratégique, alors les institutions et les pratiques qui les fondent, sont ébranlées. Cette rupture est une perte du sentiment de légitimité entre le niveau professionnel, individuel et social. Un travail de légitimation est ainsi remis en question tandis qu'en parallèle déjà un autre ou d'autres se construisent dans un état de conscience plus ou moins

---

<sup>74</sup> Notre traduction : « [...] reconnaître que les acteurs sont "institutionnellement construits", est essentiel pour affirmer leur potentiel (variable) de reconstruire les règles, les normes et les croyances qui guident – mais ne déterminent pas – leurs actions. L'étude influente de Barley sur la réponse variable des acteurs dans les hôpitaux à l'introduction des technologies (probablement déterminantes), a permis d'ouvrir la porte à l'examen du pouvoir exercé par les "sujets", et a été renforcé par l'essai de Di Maggio appelant à la réintroduction de la notion d'"agency" – la capacité à "faire une différence" dans une situation particulière –, dans la théorisation institutionnelle. Peu à peu, la langue a commencé à changer à partir de discussions passant des "effets" institutionnels vers les "processus" institutionnels ; et les théoriciens ont commencé à élaborer des modèles récursifs, tout en reconnaissant les modes d'influence "*bottom-up*", pour compléter ou remplacer les modèles "*top-down*" en vigueur. ».

fort en s'opposant (Greenwood et Hinings, 1996) ou composant avec diverses logiques (Denis *et al.*, 2007).

### 5.1.2.2. Néo-institutionnalisme et *Brokerage*

À ce stade, nous nous situons dans la sphère des pratiques qui restent relativement peu définies (Jarzabkowski et Spee, 2009) du fait même de leurs grandes variétés dans les champs philosophiques ou théoriques (Schatzki *et al.*, 2001). Si nous nous reportons à Jarzabkowski (2010), les pratiques sont les médiateurs de l'activité stratégique dans un système ; elles permettent une coordination du dit système dans la poursuite d'objectifs partagés. Ces pratiques sont des outils ou des mécanismes que l'on peut trouver sous diverses formes comme sociales, physiques ou cognitives (Jarzabkowski, 2010 ; Ominici et Ossowski, 2003).

Dans le cas du *brokerage*, les pratiques sont donc la sphère où se trouve en quelque sorte, l'outillage qui permet d'atteindre des situations de stabilité portées par une majorité d'individus qui suivent le modèle dominant et y contribuent notamment par des micro actes, des routines et un cadre institués. Nous avons pu noter au chapitre 4 que sur les marchés financiers, les dimensions historiques, culturelles et politiques sont très importantes ainsi que le cadre réglementaire et certains outils informatiques qui se sont institués comme passage obligé mais le rôle de la profession est aussi déterminant. Il est très fort dans le cas du *brokerage* pour lequel nous avons constaté à quel point le sentiment d'appartenance à un même groupe si ce n'est une famille, donnait cohésion à l'ensemble des actes de chaque membre (Greenwood *et al.*, 2002 ; Scott, 2008). Ce sentiment d'appartenance contribue à forger des croyances, des normes et une distribution des rôles qui sont fondamentalement symboliques. Les acteurs des sociétés de *brokerage* définissent, interprètent et appliquent ces pratiques comme autant d'éléments institutionnalisés. En tant que professionnels de la Bourse et qu'experts reconnus en tant que tel, ils ont une influence majeure et sont les artisans des institutions qui la composent.

« More so than other types of social actors, the professions in modern society have assumed leading roles in the creation and tending of institutions. They are the preeminent institutional agents of our time. Different professions work in various ways: some attempt to create general cultural-cognitive frameworks; others to devise normative prescriptions to guide behavior; and still others to exercise coercive authority. Also, individual professionals assume varying roles within their professional community: some concentrate on devising and testing general principles, others transport these ideas to varying communities; and still others work to apply the principles to individual cases. Professions themselves adhere to an institutional model, but this model has undergone

important changes over time »<sup>75</sup> (Scott, 2008).

Les marchés financiers sont marqués par une longue tradition culturelle chargée de symboles et d'innovations à la fois avec une place déterminante pour l'argumentation mais aussi un esprit de découverte et de quête de preuves scientifiques, de couverture théorique. Ils sont un terrain particulièrement fécond pour chercher les racines du travail institutionnel tel que présenté par Donald (1991) pour qui il pourrait relever d'une culture théorique comme construction ou justification (Valéry, 1944), les pratiques devenant un produit, un état résultant de cette construction et la traduisant.

« Theoretic culture is the realm of the professional and the theoretician, and its institutional structure depends on high levels of symbolic literacy, which, in its broadest definition, includes all the mental skills that are relevant to the effective use of symbolic systems. [...] Theoretic culture is a large subsection of the larger culture. It engages many thousands of individuals whose lives are lived in its services »<sup>76</sup> (Donald, 1991).

### **5.1.2.3. Liens Néo-institutionnalisme et *Strategizing***

Les pratiques sont historiquement et culturellement ancrées avec un usage lié à la motivation consciente ou non de leurs utilisateurs (Langley, 1989 ; Jarzabkowski, 2003). Ces pratiques supportent l'agir stratégique sur la durée mais peuvent aussi contribuer à des changements au fil du temps. Ce travail de recherche va dans ce sens à l'instar de celui mené par Jarzabkowski (2003) montrant dans une étude longitudinale menée dans trois universités comment des pratiques stratégiques reposent sur des interprétations partagées incitatrices d'une certaine continuité, mais servent aussi d'intermédiaire entre des constructions de sens contradictoires pour aboutir à des changements en matière d'activité stratégique. Les pratiques se posent comme un point d'interaction entre des acteurs, le contexte et l'activité elle-même. Elles sont donc bien un niveau médiateur du *strategizing* ; nous pouvons ainsi

---

<sup>75</sup> Notre traduction : « Plus que d'autres types d'acteurs sociaux, les professions dans la société moderne ont assumé des rôles de premier plan dans la création et la conduite des institutions. Ils sont les agents institutionnels éminents de notre époque. Différentes professions travaillent de différentes façons : certaines tentent de créer des cadres généraux culturels et cognitifs ; d'autres de concevoir des prescriptions normatives pour guider les comportements ; et d'autres encore d'exercer une autorité coercitive. En outre, les professionnels individuels assument des rôles différents au sein de leur communauté professionnelle: certains se concentrent sur la conception et les essais des principes généraux, d'autres transportent ces idées à diverses communautés ; et d'autres encore travaillent à appliquer les principes aux cas individuels. Les professions elles-mêmes adhèrent à un modèle institutionnel, mais ce modèle a subi des changements importants au fil du temps ».

<sup>76</sup> Notre traduction : « La culture théorique est le domaine du professionnel et du théoricien, et sa structure institutionnelle dépend des niveaux élevés de la littérature symbolique, qui, dans sa définition la plus large, englobe toutes les capacités mentales qui sont pertinentes pour l'utilisation efficace des systèmes symboliques. [...] La culture théorique est une part importante de la culture en général Elle engage d'innombrables personnes vivant à son service. ».

mieux conceptualiser comment des pratiques de gestion sont intégrées, adaptées et entre en jeu dans la formation de la stratégie (Jarzabkowski, 2004, 2010).

« There are many institutional influences on such practices that predispose recursiveness but also localized contextual factors and idiosyncrasies of use that may be involved in adaptation. Practices-in-use may thus provide a unit of analysis that spans multiple levels of analysis and permits us to examine the characteristics of use involved in recursive and adaptive practice »<sup>77</sup> (Jarzabkowski, 2004).

Comprendre les pratiques comme des médiations, c'est comprendre comment l'agir stratégique est connecté principalement à la structure de légitimation des praticiens mais aussi à un certain pouvoir ou dans le cas du *brokerage*, la domination d'acteurs tels que les investisseurs institutionnels sur le champ. Les pratiques sont les lieux où les valeurs et les intérêts divers sont discutés, où les droits comme les obligations et les sanctions sont réalisées, ainsi que le modèle organisationnel, son management et son allocation de ressources vitales pour survivre. Elles sont la place où se synthétise « *the formal work of strategic and organizational design* »<sup>78</sup> (Whittington, 2003).

Même si l'on entrevoit ici quelques pistes pour éclairer la question du maintien d'une structure formelle et légitime ou celle du changement, comment des évolutions plus profondes surviennent-elles ? Par où arrivent-elles ? Sont-elles importées dans l'organisation au niveau macro, méso ou micro ? L'analyse néo-institutionnelle peut certes aider à cerner l'action et le rôle des organisations de *brokerage* dans leur champ, voire à souligner la formation de modèles d'acteur et leurs pratiques, notamment lorsqu'elle tend de plus en plus à s'ouvrir à l'idée d'agencement. Ainsi, une logique dominante contribue à construire et maintenir les pratiques à suivre mais elle peut être remise en question (Suddaby et Greenwood, 2005) par des logiques en compétition, diverses logiques peuvent aussi se combiner (Glyn et Lounsbury, 2005 ; Thornton et Ocasio, 2008). Notre recherche tente également de pointer les forces qui sont susceptibles de susciter ou d'engendrer ces logiques pouvant conduire à une remise en question des pratiques ancrées, pour cela et au regard des émergences vues au chapitre 4, en particulier avec la notion de recherche de légitimité comme justification, elle doit élargir la grille de lecture théorique. Il convient à ce stade de se pencher sur le dernier P du modèle de « *strategizing* » : la Pratique ou Praxis.

---

<sup>77</sup> Notre traduction : « Il y a beaucoup d'influences institutionnelles sur ces pratiques qui prédisposent à la récursivité, mais aussi des facteurs contextuels localisés et des particularités d'usage qui pourraient être impliqués dans l'adaptation. Les pratiques en usage peuvent donc fournir une unité d'analyse qui recoupe divers autres niveaux d'analyse et nous permet d'examiner les caractéristiques d'utilisation impliqués dans la pratique récursive et adaptative ».

<sup>78</sup> Traduction de l'auteur : « le travail formel du design stratégique et organisationnel ».

### **5.1.3. Praxis et Théorie de la Grandeur**

À l'instar de Bensedrine et Demil (1998) ou des travaux plus récents de Taupin (2011), il nous est apparu que le néo-institutionnalisme pouvait être rapproché des travaux de Boltanski et Thévenot (1991), puis de Boltanski et Chiapello (1999). En effet, comme synthétisé par Denis, Langley et Rouleau (2004), cette théorie dite de la grandeur est :

*« [...] une critique qui à travers son association personnelle à des mondes des valeurs est capable d'ouvrir et de renégocier des conventions établies conduisant au renforcement de la légitimité tant personnelle qu'organisationnelle ».*

La Praxis entendue dans son sens originel qui en fait un macro niveau intégrateur des deux autres, semble être le lieu de rencontre entre les divers registres de justification qui s'affrontent et trouvent parfois un équilibre dans le compromis.

#### **5.1.3.1. Théorie de la Grandeur, de quoi parle-t-on ici ?**

Elle permet d'appréhender quelles sont les valeurs fondamentales de la Société, comment elles émergent et coexistent, et comment l'acteur qui les intègre va les porter – en tant que stratégie coopératif et interactif – au cœur de l'organisation, de son identité et de son agir. Il peut s'agir d'un travail de coordination ou d'affrontement de logiques diverses jusqu'à aboutir sur des situations de compromis. Toutes situations de compromis ou d'équilibre peuvent donc être continuellement remises en cause en fonction de telles ou telles valeurs portées par des modes de penser qui forment un modèle.

Ces valeurs sont regroupées autour de pôles attracteurs principaux ou mondes de justification appelés « cités » inspirées par des philosophes politiques de référence. Diverses « cités » coexistent par des compromis, mais des critiques extérieures à ces mondes peuvent survenir (Boltanski et Chiapello, 1999) et déboucher sur un nouvel équilibre, voire l'apparition d'un nouveau monde. C'est ce qui fait évoluer le système capitaliste et donne aussi des pistes pour comprendre le changement social. Celui-ci est porté par des discours et comportements individuels qui tendent à converger avec des arrangements entre mondes déjà existants (nous sommes là proche du néo-institutionnalisme) ou la critique va permettre une remise en question de ces discours et comportements pour aider à aller vers de nouvelles conventions. Elles auront vocation à assurer une légitimité renouvelée de l'organisation. Sept mondes sont à ce jour mis en avant, les six définis en 1991 (celui de l'inspiration, du domestique, de l'opinion, du civique, du marchand et de l'industriel) plus un septième émergeant dans l'ouvrage de 1999 (celui du réseau ou « cités par projets »).

**Tableau 4. Les cités ou mondes de justification**

	<b>Cité inspirée</b>	<b>Cité domestique</b>	<b>Cité de l'opinion</b>	<b>Cité civique</b>	<b>Cité marchande</b>	<b>Cité industrielle</b>	<b>Cité par projets</b>
<b>Valeurs de référence</b>	Inspiration, création, imagination, intériorité	Tradition, famille, hiérarchie	Réputation, renommée	Collectivité, démocratie, volonté générale	Concurrence, rivalité	Efficacité, science	Activité, projets, extension du réseau, prolifération des liens
<b>Caractéristiques valorisées</b>	L'insolite, la passion, le merveilleux, la spontanéité, l'émotion	La bienveillance, la bienséance, la distinction, la discrétion, la fidélité	La célébrité, la visibilité, la mode, le fait d'être remarqué, d'avoir du succès	La légalité, la représentativité, l'unité, l'officiel	La désirabilité, la « gagne », la valeur, le fait d'être « vendable »	La performance, la fiabilité, la fonctionnalité, la validité scientifique	L'enthousiasme, la flexibilité, la connexion aux autres, l'autonomie, l'employabilité
<b>Caractéristiques dévalorisées</b>	L'habitude, les signes extérieurs, le réalisme	L'impolitesse, la vulgarité, la trahison, la nouveauté	La banalité, l'indifférence, le méconnu, la désuétude	La division, l'individualisme, l'arbitraire, l'illégalité	La défaite, l'indésirable, le fait de ne pas être compétitif	L'improductivité, l'inefficacité	L'inemployabilité, la rigidité, le manque de polyvalence, l'immobilité, la sécurité, l'autorité
<b>Sujets valorisés</b>	L'artiste, l'enfant, la fée, le fou, le génie, l'illuminé	Le père, le roi, le patron, l'« Ancien »	La vedette, le chargé de communication, le peuple	Le Parti, l'Élu, le représentant, le délégué	Le businessman, le vendeur, le « battant »	L'expert, le professionnel, l'opérateur	Le coach, le médiateur, le chef de projet
<b>Épreuves modèles</b>	La création à partir d'une feuille blanche, l'aventure intérieure, le vagabondage de l'esprit	Les cérémonies familiales, les réceptions	Le regard des autres sur un événement	L'élection, la manifestation	Le marché, la conclusion d'une affaire	Le test, la réalisation	Le passage d'un projet à un autre

Source : Boltanski et Chiapello (1999).

La légitimité se construit donc à travers de possibles contestations et la situation de compromis entre plusieurs logiques en compétition. Il y a donc un pluralisme propre à souligner la complexité de la Société et de tout construit social comme les organisations et les marchés. Les individus vont, avec leur appareillage cognitif créateur de sens, agir en fonction de plusieurs mondes.

*« Chaque personne doit affronter quotidiennement des situations relevant de mondes distincts, savoir les reconnaître et se montrer capable de s'y ajuster. On peut qualifier ces sociétés de 'complexes' au sens où leurs membres doivent posséder la compétence nécessaire pour identifier la nature de la situation et traverser des situations relevant de mondes différents »* (Boltanski et Thevenot, 1991).

Ces individus ancrent leur justification d'acceptation ou de critique dans des principes généraux caractéristiques d'une vision de justice propre à un collectif.

Boltanski et Thévenot nous permettent de saisir comment des individus agissent et interagissent dans le temps pour construire la légitimité de leurs activités dans le cadre de compromissions entre une ou plusieurs « cités ». Surtout avec la dimension critique, ils donnent un cadre pour appréhender la formation des stratégies comme l'établissement de règles et façons de faire cohérentes ou en rupture avec les combinaisons existantes et ainsi assurer la légitimité d'une organisation dans un système. Par ailleurs, l'approche néo-institutionnelle facilite l'appréhension d'acteurs qui interagissent pour maintenir une certaine cristallisation dans une « cité » autour d'institutions ou plus généralement de pratiques.

### **5.1.3.2. Liens Théorie de la Grandeur et Brokerage**

Les acteurs des sociétés de *brokerage* sont à la fois des stratèges et des professionnels-experts. Ils vont contribuer au processus de construction de la légitimité de leur organisation dans son champ en élaborant des normes, des outils standardisés et des routines autrement dit, des pratiques. Ils vont aussi apporter des mondes de valeurs extérieures voire des dimensions critiques qu'ils ont su percevoir dans l'air du temps. Les émergences sur la notion d'identité semblent aller dans ce sens puisqu'elles nous montrent le travail entre identité professionnelle et personnelle. Les praticiens peuvent donc à la fois contribuer à renforcer un construit existant de la légitimité, comme inviter à un renouvellement du processus et nous sommes bien là dans l'ordre de la Praxis telle que nous l'entendons c'est-à-dire un lieu où se situe la rencontre entre divers mondes et types de justification. Ici, les mondes sont portés par la Société et par le monde du travail avec les spécificités qui sont les siennes (dans ce travail de recherche, celles des marchés financiers).

Si nous reprenons les travaux de Boltanski et Chiapello (1999), nous trouvons l'idée selon laquelle, selon les stades du capitalisme, une cité domine plutôt qu'une autre la Société et que ses valeurs se diffusent pour trouver des compromis avec celles des autres cités. Elles vont ainsi être portées dans toutes les activités et donc formes d'agir stratégique, y compris le contexte professionnel. Cette « domination » perdure jusqu'à rencontrer une ou des formes de critique(s) mais il arrive parfois que la critique s'affaiblisse jusqu'à atteindre une période de fatalisme accepté. L'histoire du capitalisme et celle des marchés financiers qui lui est fortement liée, semblent aller dans ce sens. Les dernières décennies, il était clair que :

*« [...] le capitalisme mondial, entendu comme la possibilité de faire fructifier son capital par l'investissement ou le placement économique, se porte bien. Les sociétés, elles, pour reprendre la séparation du social et de l'économique, avec laquelle nous vivons depuis plus d'un siècle, vont plutôt mal » (Boltanski et Chiapello, 1999).*

Aujourd'hui, une certaine forme de capitalisme et de Société occidentale sont en crise et nous sommes peut-être dans une phase de constitution d'une nouvelle configuration ?

Jusqu'ici, le capitalisme a pu se développer et se maintenir en s'appuyant sur un appareillage de justifications assimilées d'autres ordres.

*« Pour maintenir son pouvoir de mobilisation, le capitalisme va donc devoir aller puiser des ressources en dehors de lui-même, dans les croyances qui possèdent, à un moment donné du temps, un pouvoir important de persuasion, dans les idéologies marquantes, y compris lorsqu'elles lui sont hostiles, inscrites dans le contexte culturel au sein duquel il évolue [...]. Confronté à une exigence de justification, le capitalisme mobilise un "déjà-là", dont la légitimité est assurée, et auquel il va donner un tour nouveau en l'associant à l'exigence d'accumulation du capital » (Boltanski et Chiapello, 1999).*

L'esprit du capitalisme et celui des marchés financiers actuels semblent, en comportant leur propre finalité en eux, comme détachés directement de la sphère morale des cités ; ils n'existent en tant que tels que par la construction d'une compromission avec leurs diverses valeurs et en fonction de celle qui est prépondérante dans la Société à un moment donné. Cependant, capitalisme et marchés financiers restent des construits de l'action humaine.

*« L'esprit du capitalisme, considéré d'un point de vue pragmatique, suppose la référence à deux niveaux logiques différents. Le premier enferme un actant capable d'actions concourant à la réalisation du profit, tandis que le second contient un actant qui, doté d'un degré de réflexivité supérieur, juge au nom de principes universels, les actes du premier » (Boltanski et Chiapello, 1999).*

Ces deux actants sont un même individu comme les *brokers* rencontrés, qui sont partagés entre les valeurs véhiculées par l'activité à laquelle ils participent et celles émergeant dans la Société et qu'ils vivent pleinement sur le plan personnel (dans leur vie familiale par exemple). Ils sont en mesure de porter la critique au sein même du système et si cette critique

est suffisamment solide, il se peut qu'elle remette en cause un certain esprit du capitalisme ou tout au moins contribuer à le refaçonner même au prix d'une assimilation. Les tensions actuelles à la fois dans la Société mais aussi au sein même des marchés financiers peuvent s'interpréter comme l'ère d'un renouveau. La Praxis peut alors être un niveau d'entrée pour redéfinir dans un compromis public *versus* privé ce qui peut être vu comme un bien commun qui dépassera l'abus d'un ordre sur les autres, ici un certain ordre financier. C'est là que se situe l'épreuve. « Ce sont souvent des situations troubles qui conduisent à des incertitudes de grandeur et exigent, pour être résolues, un recours à l'épreuve » (Boltanski et Thévenot, 1991). L'épreuve est entendue comme l'ajustement qui apporte une stabilité favorable à des pratiques et porteuse d'un sens commun pour les praticiens. Elle permet de lier tous les niveaux macro, méso, micro.

À ce stade, nous avons une grille de lecture pour comprendre comment les courtiers traditionnels sur le marché français se sont transformés en organisations industrielles de type *brokerage* à l'anglo-saxonne avec des métiers, des pratiques et des institutions renouvelées. Jusqu'à la fin des années 1980, une grande période de stabilité s'est maintenue avec un système de justification basé essentiellement sur le modèle de « la cité marchande ». Depuis deux décennies, c'est un système de compromission essentiellement entre « la cité marchande » et « la cité industrielle » puis la « cité par projets » qui prévaut mais les tensions actuelles indiquent peut-être que nous nous acheminons vers un nouveau modèle de construction de la légitimité pour les *brokers*. Ce nouveau modèle pourrait trouver des résonances avec la critique issue du courant éthique (Chiapello, 2005).

### **5.1.3.3. Théorie de la Grandeur et *Strategizing***

Les mondes sont constitués à travers des œuvres philosophiques occidentales. Il s'agit d'une démarche herméneutique qui se veut une vision de l'univers réfutant la structure ou à l'opposé la liberté totale de l'acteur. C'est une grille de lecture adaptée à nos sociétés capitalistes occidentales ; elle permet de penser l'ajustement entre cognitions, objets et actions ou, dans ce travail de recherche, entre création de sens des praticiens, pratiques instituées et agir stratégique émanant d'une Praxis. Tout ceci en fait un support précieux pour la perspective SaP qui tend, comme nous l'avons vu aux Chapitres 2 et 3, à s'appuyer sur des théories de l'action et une approche pragmatique.

La Praxis est difficilement définie dans la perspective SaP. Pour certains, elle correspond à divers niveaux comme Jarzabkowski (2010) pour qui :

« Praxis refers to the stream of activity in which strategy is accomplished over time, which might be explored at different levels depending upon the specific research focus »<sup>79</sup>,

elle s'inscrit ainsi dans la lignée de certains travaux de ce courant qui assimilent Praxis et conceptualisation des niveaux micro, méso et macro (Whittington, 2006 ; Jarzabkowski *et al.*, 2007 ; Johnson *et al.*, 2007 ; Jarzabkowski et Spee, 2009). Il nous semble que cette assimilation rapide entre Praxis et divers niveaux vient de la définition originelle. En grec ancien, la Praxis est une action sous tendue par une idée vers un résultat pratique et en cela elle incorpore toutes les activités humaine qui impactent les rapports sociaux et/ou le milieu naturel. Aristote considère que c'est une activité dont la fin est immanente aux individus qui l'opèrent ; elle n'est pas production mais flux continu tendant vers la connaissance de moyens constitutifs d'une universalité partagée même temporaire car renouvelable. C'est pourquoi, la Praxis nous paraît plutôt relever du macro entendu comme niveau interconnecté avec les deux autres sur le schéma du *strategizing* et à l'instar des travaux de Denis *et al.* (2007). C'est à ce niveau que peut s'opérer un travail de justification tel qu'il émerge dans nos entretiens et lisible à travers la théorie de la grandeur (Bolstanski et Thévenot, 1991) qui devient une théorie de l'action globale (Corcuff, 1998).

Les sociétés de *brokerage* sont assez éloignées des organisations mécanistes. Même si l'objectif y est très clair et partagé par des individus organisés sous un organigramme relativement plat, elles partagent avec les sociétés pluralistes (Denis *et al.*, 2004) un système « de décisions autonomes de plusieurs personnes (qui) peuvent contribuer à orienter les décisions stratégiques ». À l'instar de ce type d'organisation, elles demandent une manière riche de cerner l'agir stratégique ; la combinaison d'éclairages théoriques apporte plus qu'une simple approche qui aurait tendance à effacer la complexité de la situation.

#### **5.1.4. Une combinaison d'éclairages théoriques pour quel modèle ?**

L'idée ici est, par une combinaison de théories éclairantes, de tenter d'écrire une histoire – et pas des histoires – pour comprendre à la fois de façon générale et fine les moteurs de l'agir stratégique. Les trois ancrages théoriques sus présentés permettent de combiner à la fois divers niveaux et différentes unités d'analyse comme déjà suggéré par Denis *et al.* (2004) qui estiment :

« Ces approches peuvent en fait être placées sur un continuum allant du niveau micro au niveau macro ».

---

<sup>79</sup> Notre traduction : « Praxis se réfère au flux d'activité dans lequel la stratégie est accomplie au fil du temps, ce qui pourrait être exploré à différents niveaux en fonction de l'objet spécifique de recherche ».

Ce sont donc des approches qui, loin de s'affronter, peuvent se compléter voire se conforter pour appréhender le *strategizing* de façon la plus riche possible en allant de l'individu lui-même au système de valeurs de la Société à laquelle il appartient et dans laquelle il est partie prenante, tout cela sans oublier de passer par son environnement professionnel et l'organisation à la laquelle il participe aussi.

#### **5.1.4.1. Une proposition de modèle**

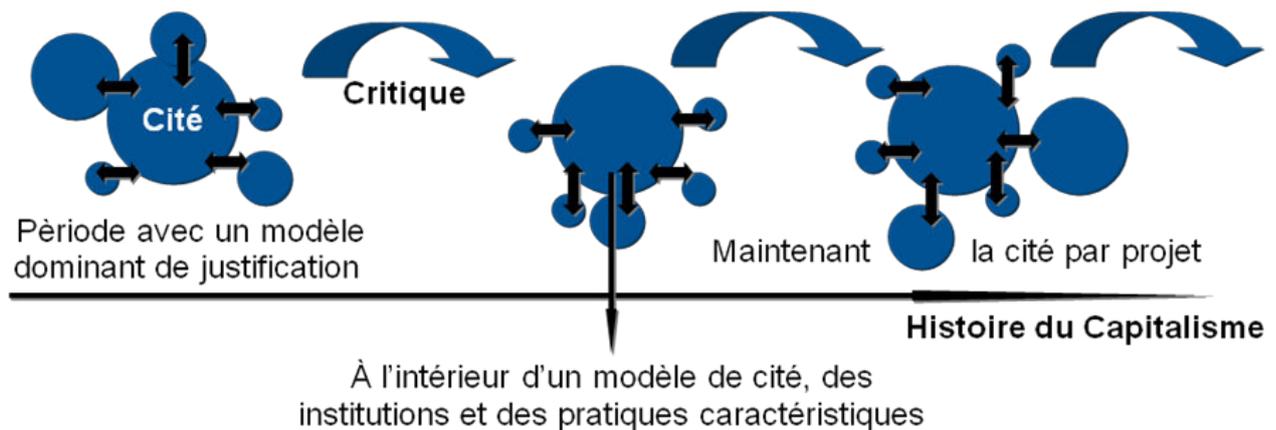
En résumé, Boltanski et Thévenot (1991) ainsi que Boltanski et Chiapello (1999), nous offrent une grille de lecture pour comprendre selon quels principes communément partagés (quelles « cités » avec quelles aspirations et inspirations), des praticiens agissent à travers le temps pour justifier de leurs pratiques. Cette approche peut éclairer aussi bien les moments de stabilité que de changements surtout si nous reprenons le déroulement de l'histoire du *brokerage* d'ailleurs fortement liée à celle du capitalisme. Le néo-institutionnalisme, quant à lui, aide à conceptualiser l'ensemble des pratiques qui vont servir aux praticiens pour se maintenir, pour naviguer ou pour faire évoluer le modèle de justification dans lequel ils se situent, qu'ils acceptent ou finissent par critiquer mais que toutes façons, ils co-construisent dans leurs quêtes de création de sens telle qu'entendue par les travaux de Weick. Ce modèle de justification est intrinsèquement lié avec les logiques d'actions du praticien dans sa vie sociale dont professionnelle. Pour paraphraser Denis *et al.* (2004), « un processus de formation des stratégies réussi est un projet à long terme accompli à travers des routines qui sont le reflet des valeurs de l'organisation et qui est ancré dans des réseaux (nous préférons : une Société) en évolution ».

Ce travail de recherche jette un regard nouveau sur comment les agents de change français se sont transformés, et comment les divers acteurs des sociétés de bourse devenues des PSI en font leur affaire (sans jeu de mots). Jusqu'à la fin des années 1980, ces acteurs sont restés dans des pratiques relativement stabilisées répondant de façon plus générale au modèle marchand, puis dans les années 1990 ils sont entrés dans une ère de standardisation directement lisible avec le modèle industriel, enfin aujourd'hui leur situation semble tendre vers les réseaux tels que présentés dans la cité par projets mais déjà, les critiques portées par la Société se font vive ce qui pose déjà la question de leur adaptation future. Il faut cependant souligner ici qu'en ce qui nous concerne, ce travail n'a été rendu possible qu'à travers le prisme de la stratégie et de la pratique. Avec Hatchuel (2001), nous reconnaissons que les critiques portées par la Société ne sont pas de simples formes abstraites de l'esprit nées on ne sait où :

« [...] elles se forgent, au plus près des pratiques, à travers (notamment) les hypothèses managériales qui font l'expérience de leur part d'illusion, et à travers les tensions inattendues qui naissent des projets de rationalisation ».

Force est donc de se dire que la boucle est bouclée et que c'est dans l'épreuve de la pratique que la critique peut naître entraînant par la même une remise en cause du modèle dominant pour tendre vers un renouvellement.

#### Schéma 14. Modélisation de l'agir stratégique comme recherche de légitimité



La Théorie de la Grandeur combinée au *Sensemaking* et au Néo-Institutionnalisme offre un cadre qui tient compte à la fois de dimensions normatives nécessaire à une certaine vie en Société et de pratiques d'acteurs qui sont eux-mêmes la source de la dynamique de l'ensemble. Il nous semble que l'articulation de ces trois théories rend possible de suivre Bolstanski et Chiapello (2004) lorsqu'ils disent que :

« [...] c'est précisément cette articulation dynamique que décrit le modèle de changement centré sur l'alternance de phases de déplacements et de phases de catégorisations, les déplacements par rapport aux épreuves existantes, destinés à échapper à la critique, étant suivis à nouveau par des phases de catégorisation quand de nouvelles épreuves encore non complètement explicitées, sont identifiées par la critique, mais aussi par les personnes chargées de reproduire ces épreuves, c'est-à-dire de les stabiliser et de les instituer ».

Les acteurs du *brokerage* sont donc des stratèges qui contribuent au processus de construction de la légitimité par leurs actes, pour leurs organisations mais aussi du système dans son ensemble. À ce titre, ils sont en position d'œuvrer pour maintenir un *statu quo*, ou ils peuvent être moteurs pour un renouvellement du dit système.

La combinaison des trois approches théoriques sollicitées ici et la modélisation proposée peuvent être une ébauche pour répondre à ce que tente d'atteindre la perspective de la SaP :

« Strategy as Practice aims to provide insights into how streams of strategic activity are socially constructed over time ; by whom, with what intentions, drawing on which practices and with what implications »<sup>80</sup> (Jarzabkowski, 2010).

Mais sans aller jusque là, quelques apports immédiats ressortent déjà de ce travail de recherche pour le courant SaP.

#### 5.1.4.2. Le binôme légitimité/*Strategizing*

Dans la perspective SaP, la légitimité comme travail de justification trouve déjà une place en tant qu'élément moteur dans l'agir stratégique. C'est particulièrement le cas dans les travaux de Jarzabkowski et plus particulièrement dans son ouvrage ***Strategy as Practice*** de 2005. Ici, nous pouvons reprendre son approche vers laquelle nos travaux semblent converger partiellement tout en soulignant que le *strategizing*, au moins dans le cas du *brokerage*, pourrait s'apparenter à un processus continu d'adaptation.

La recherche d'une certaine légitimité qui peut s'entendre comme un travail de justification tel que nous les avons relevé au chapitre 4 puis modélisé ci-dessus. La légitimité est au cœur même du *strategizing* pour le *brokerage*. Elle contribue à créer et à donner du sens à des organisations et des professionnels de la Bourse qui n'existent que par la reconnaissance des autres, en particulier leurs clients attachés à leur expertise et leur réputation. Le système se doit d'être légitime aussi bien au niveau de la Praxis, que des pratiques et des praticiens ; il y a la recherche du maintien d'un tel système avec son mode de justification mais, en même temps, il y a une potentielle évolution portée par la Société elle-même. Il existe donc des moments de stabilité et des moments de changement plus ou moins forts.

La légitimité peut donc être perçue à la fois comme un état en perpétuel renouvellement mais aussi comme un élément structurant. Elle est Janus et, avec Jarzabkowski (2005), nous pouvons considérer qu'en fonction du concept retenu, elle est liée à deux types d'agir stratégique : la légitimité interprétative appelle un *strategizing* interactif (« *interactive strategizing/ interpretative legitimacy* ») tandis que la structurelle répond à un *strategizing* procédural (« *procedural strategizing/structural legitimacy* »). Pour Jarzabkowski :

« [...] the main purpose of interactive strategizing is to confer interpretative legitimacy on activity. Interpretative legitimacy is powerful for shaping activity [...] in common frameworks of meaning [...]. Individuals understand how to act by participating in and constructing those frameworks of meaning that confer legitimacy upon action. Through such frameworks, individuals' actions are mutually intelligible to each other, enabling

---

<sup>80</sup> Notre traduction : « La "stratégie comme pratique" vise à donner un aperçu de la façon dont les flux d'activités stratégiques sont socialement construites au fil du temps ; par qui, avec quelles intentions, en s'appuyant sur les pratiques et avec quelles conséquences ».

them to act collectively »

tandis que :

« the main purpose of procedural strategizing is to confer structural legitimacy upon activity. Structural legitimacy refers to the social order displayed in structural practices, such as routines, hierarchies and roles, which legitimizes activity and enables it to be carried out in ways that reinforce the existing social order [...]. A key feature of this legitimacy is that it persists within the structures, without continuous attention from individuals »<sup>81</sup>.

Le premier binôme se fonde sur diverses interactions qui apportent un sens commun partagé renouvelé et qui peut aboutir sur des transformations, des changements (Suchman, 1987 ; Weick et Roberts, 1993). Le deuxième va plutôt tendre à renforcer le système déjà en place (Weber, trad.1971).

Dans notre recherche et si nous croisons avec la modélisation développée plus haut, l'agir stratégique dans le cas du *brokerage* semble intégrer ces deux binômes (« *interactive strategizing/interpretative legitimacy* » et « *procedural strategizing/structural legitimacy* »). Les *brokers*-praticiens jouent un rôle dans le *procedural strategizing* et *structural legitimacy* comme dans l'*interactive strategizing* et *interpretative legitimacy*, acceptant ce qui est délibéré – car dans le pli de l'organisation et du système –, tout en y intégrant (consciemment ou non) les quelques grains de sable qui s'accumulant contribueront à faire basculer l'équilibre de l'ensemble. Pour rappel, il ne s'agit pas ici de justifier l'activité des *brokers* sur les marchés financiers mais bien de comprendre ce qui est le moteur de leur actions stratégiques et par là même en quoi ils participent au système des marchés financiers en contribuant à son maintien comme, éventuellement à la construction d'autre(s) modèle(s) dans une sorte de travail herméneutique en boucles rétroactives. Ce travail est un flux continu que d'aucun qualifierait de processus mais faut-il le réduire à ce seul angle de vision ?

Nous espérons que l'essai de modélisation théorique proposé ici et les liens à la perspective SaP permettent d'enrichir une certaine vision de la stratégie, celle de l'agir stratégique et de

---

<sup>81</sup> Notre traduction : « Le but principal de l'élaboration de stratégies interactives est de conférer une légitimité interprétative sur l'activité. La légitimité interprétative est puissante pour façonner l'activité [...] dans des cadres communs de sens [...]. Les individus comprennent comment agir en participant à la construction de ces cadres de sens qui confèrent la légitimité à l'action. Grâce à ces cadres, les actions des individus sont mutuellement intelligibles les uns aux autres, ce qui leur permet d'agir collectivement », (tandis que) « le but principal de l'élaboration de stratégies procédurales vise à conférer une légitimité structurelle sur l'activité. La légitimité structurelle se réfère à l'ordre social organisé en pratiques structurelles, telles que les routines, les hiérarchies et les rôles, ce qui légitime l'activité et lui permet d'être effectuée dans des voies qui renforcent l'ordre social existant [...]. Un élément clé de cette légitimité, c'est qu'elle persiste au sein des structures, sans une attention soutenue de la part des individus ».

ses ressorts. À l'instar de Karen Golden-Biddle et Jason Azuma (2010), il nous a semblé que nous étions :

« [...] into a better position to notice puzzles in the familiar and gain insight for moving beyond the traditional economic analyses dominating strategy research (Whittington et al., 2006), strategy as process research (Chia and MacKay, 2007) or other influencing bodies of work »<sup>82</sup>.

Cependant, notre travail ne saurait répondre à notre positionnement par la pratique s'il ne tentait pas aussi une incursion sur les implications qu'il pourrait avoir sur son terrain même de recherche.

## 5.2. Quelques incidences pratiques pour le *brokerage*

La modélisation développée ci-dessus conduit à une relecture du *brokerage* et du moteur du *strategizing*. Cette relecture entraîne une vision plus fine où praticiens et société d'intermédiation prennent une autre position dans la construction des marchés que celle développée par les visions classiques de la finance par exemple. L'intermédiaire financier, encore très souvent considéré comme un simple tuyau par lequel transiteraient des instructions plus ou moins informées, apparaît en situation stratégique : organisation productrice d'information, l'intermédiaire transforme cette dernière en de multiples occasions.

Nous tenterons de souligner en quoi ces opérateurs de marché et les sociétés qui les emploient sont susceptibles de faire évoluer le système financier ne serait-ce que par le positionnement stratégique qu'ils peuvent adopter.

Par rapport au début de ce travail de recherche, si nous repensons aux principales fonctions occupées par les *brokers* ou opérateurs de marché, dans le contexte du *brokerage*, nous comprenons que l'agir stratégique peut se situer à tous les stades des diverses tâches décrites au chapitre 1 car elles sont à la fois bien identifiables en soi et intrinsèquement liées. A partir de ces représentations et en gardant à l'esprit l'éclairage de l'agir stratégique, nous pouvons désormais expliquer comment ces différents opérateurs interagissent finement et en quoi ils contribuent non seulement à la formation des stratégies de leur propre organisation sur les marchés, tout en occupant eux-mêmes une place déterminante dans l'économie des échanges financiers. Cette place peut les mettre dans une situation doublement stratégique : celle

---

<sup>82</sup> Notre traduction : « Dans une meilleure position pour observer les puzzles de ce qui est familier et obtenir un aperçu afin d'aller au-delà des analyses économiques traditionnelles qui dominent la recherche en stratégie (Whittington *et al.*, 2006), la stratégie en tant que recherche de processus (Chia et MacKay, 2007) ou d'autres sortes de travaux importants ».

d'intermédiaire pour leurs clients traditionnels mais aussi celle de potentiel partenaire pour les entreprises cotées. Cette situation n'est rendue possible que parce qu'ils sont plus que de simples intermédiaires.

### **5.2.1. Une activité doublement stratégique**

Les diverses activités des acteurs du *brokerage* et les pratiques liées se sont construites au fil du temps et du contexte en fonction d'un sens commun partagé, le sens d'une légitimité qui tient étroitement liés tous les maillons d'un réseau complexe. Si l'un des maillons se montre défaillant, c'est tout l'ensemble qui est menacé comme l'ont d'ailleurs très bien démontré les derniers scandales financiers. La complexité de ces activités ne doit cependant pas cacher que praticiens et sociétés du *brokerage* sont une partie prenante des marchés financiers et qu'ils sont en situation privilégiée pour contribuer à déconstruire ce à quoi ils ont participé. Ils peuvent ainsi en reprenant un rôle stratégique hors de la sphère limitée de l'organisation, revenir aux fondamentaux des marchés : une finance au service de ce que l'on a coutume d'appeler « l'économie réelle ».

#### **5.2.1.1. Les opérateurs de marché, interfaces stratégiques des entreprises**

Si les opérateurs de marché contribuent à l'interprétation de la stratégie des entreprises cotées (ou à coter), ils produisent un discours à destination d'une autre partie prenante dominante dans le discours de gouvernance classique : l'investisseur actionnaire, qui apparaît parfois encore comme la seule partie prenante légitime sur le plan de la théorie financière. L'interprétation des plans stratégiques formulés par les instances dirigeantes des entreprises, et communiqués aux marchés, constitue de ce point de vue un exercice cyclique (avec la publication trimestrielle des résultats) d'identification et d'attribution d'une valeur traduisant elle-même la capacité de l'entreprise à satisfaire une certaine rentabilité (un retour sur investissement pour l'actionnaire). Pour autant, réduire le travail herméneutique des analystes financiers et des vendeurs, et par extension des autres opérateurs de marché à cette seule relation est en définitive extrêmement réducteur.

Si l'opérateur de marché est bien en situation d'intermédiation, une lecture inverse peut en effet être proposée, qui ne limiterait pas le développement des intérêts dans la seule et unique direction de l'investisseur actionnaire. À ce titre, l'opérateur de marché peut se permettre de rééquilibrer la relation existant entre l'émetteur et l'investisseur. Des tentatives allant dans ce sens ont été mises en place en France sous l'impulsion coordonnée des pouvoirs publics, des

institutions de Place et des associations représentant les intérêts des opérateurs de marchés, des investisseurs et des entreprises émettrices. Il s'agit d'un dispositif expérimental d'analyse financière indépendante, spécialement conçu pour les sociétés cotées qui n'ont pas récemment fait l'objet d'une analyse (ou note de *broker*) et se trouvent de ce fait dans une situation difficile ; non seulement pour se faire connaître du marché, mais aussi pour obtenir des fonds par financement direct, afin d'assurer la pérennité de leur stratégie de développement, voire leur survie. Le plus souvent, ces entreprises n'ont pas fait l'objet d'une information intermédiée par les opérateurs de marché (alors même qu'elles sont cotées), car leur capitalisation et la liquidité de leurs titres n'apparaissent pas d'une taille et d'un volume suffisants pour faciliter des échanges réguliers et nombreux. Or, c'est justement avec les commissions perçues par leurs opérateurs lors de ces échanges que les sociétés de courtage assurent l'essentiel de leurs revenus.

Une telle situation pose bien une double question stratégique, concernant le rôle des opérateurs de marché comme intermédiaires entre finance et économie réelle : comment d'une part les entreprises émettrices ou en voie de le devenir peuvent-elles coopérer avec ces intermédiaires pour espérer en faire les porte-parole de leur stratégie ? Il y a sans doute là un intérêt, pour les entreprises désireuses de se voir cotées par le marché, non pas de suivre les stratégies induites par celui-ci (par exemple, en modifiant le cours des décisions stratégiques en fonction de l'évolution des cours des instruments financiers attachés à l'entreprise), mais plutôt de parvenir à communiquer pour convaincre, séduire, voire fidéliser un intermédiaire qui deviendrait un véritable représentant indirect de l'entreprise auprès des investisseurs actionnaires. D'autre part, sur quel modèle de développement renouvelé pourraient alors reposer les activités des opérateurs de marché afin d'assurer tout à la fois un revenu à l'organisation qui les emploie, et l'efficacité du financement de toutes les sociétés cotées par le marché ? Se pose ici la question de l'indépendance de l'opérateur de marché pris entre son intérêt propre et ceux des divers milieux dans lesquels il évolue : la société de courtage qui l'emploie, et sa situation intermédiaire entre émetteurs (États, entreprises) et récepteurs (investisseurs).

### **5.2.1.2. Une indépendance à reconquérir ?**

L'opérateur de marché, qu'il soit analyste, vendeur ou négociateur, voire qu'il agisse en tant que support à ces fonctions, se trouve donc pris dans une situation qui le fait à la fois acteur d'un modèle de gouvernance dominant (la relation émetteur/actionnaire investisseur) et acteur plus ou moins direct des stratégies suivies par les entreprises. Cette situation

ambivalente, rendue complexe par les modes de rémunération (le prélèvement d'une commission sur les transactions) teinte assez fortement l'idée de son indépendance, martelée par les textes réglementaires, et défendue par les sociétés de courtage – même et peut-être surtout par celles qui se trouvent pourtant adossées à de grandes banques d'investissement –. L'idéal de l'indépendance de l'opérateur de marché se trouve historiquement fondé dès la création des charges d'agent de change à la fin du XVII<sup>ème</sup> siècle, et se trouve paradoxalement remis en cause au moment de la privatisation de la Bourse : la fin des charges a permis la naissance des sociétés de courtage, qui pour la plupart ont ensuite été rachetées par les banques d'investissement.

Cette ambivalence paradoxale est particulièrement lisible chez ceux des opérateurs qui assurent pleinement l'interface avec les entreprises (analystes et vendeurs). Pour ce qui concerne les analystes financiers, la lecture des textes réglementaires, ou des études produites afin de promouvoir une analyse véritablement indépendante souligne que :

*« [...] l'indépendance dans la recherche est, en fait, un état d'esprit, en permanence confronté à de multiples sources de conflits d'intérêts avec les sociétés couvertes ou les activités de banque d'investissement. Elle est également soumise à l'influence des gestionnaires d'actifs et des grands investisseurs institutionnels, qui pratiquent souvent une gestion de type indiciel ou "benchmarké", laissant peu de place à l'analyse fondamentale des valeurs cotées » (AMF, 2005, p. 2).*

Cette indépendance reconnue doit alors être protégée par des procédures dédiées : barrières à l'information destinées avant toutes choses à permettre à l'analyste d'exercer son jugement sans être par trop sujet aux pressions de son environnement (pression des vendeurs, qui pourraient avoir un intérêt à influencer la recherche en fonction des besoins de leurs clients ; pression du management dans le cas des sociétés de courtage adossées à des banques d'investissement ayant en charge l'émission d'instruments financiers divers pour le compte d'entreprises privées, et qui ont parfois du mal à comprendre la différence de nature entre activités).

Du côté des vendeurs, c'est davantage la gestion de ses relations avec les clients, ainsi que la question de sa réputation qui font problème. L'organisation complexe des échanges d'information fait se rencontrer des entités et des acteurs qui poursuivent des intérêts différents, parfois contradictoires. Au sein de la société de *brokerage*, le vendeur est celui qui occupe la première place dans la chaîne d'information qui relie l'investisseur à l'émetteur. Cette position est d'autant plus difficile à gérer que depuis une vingtaine d'années, l'analyse financière s'est standardisée, et a été très fortement réglementée. Les vendeurs doivent donc être en mesure d'incarner l'analyse produite tout en lui donnant une originalité propre, celle

qui fera que la marque du *broker* sera reconnue et appréciée. En définitive, ce n'est pas véritablement en tant que contributeurs au mécanisme de « découverte » des prix et de la juste valeur que les vendeurs se distinguent : c'est bien davantage leur capacité à investir un rôle, et à maintenir une relation avec ses clients qui fait leur valeur propre (Ortiz, 2008). Certains vendeurs n'hésitent d'ailleurs pas à reconnaître combien ils se sentent commis par les intérêts de leurs clients, bien avant ceux de leur employeur : lorsqu'il change de société, le vendeur emporte avec lui son portefeuille de client. On est ici tout prêt de l'idée de « rente », notion utilisée par Godechot (2006) dans un contexte différent (celui du *trading* pour compte propre) pour qualifier le *hold-up* opéré par l'opérateur sur certains actifs clés de l'entreprise. Cette rente, qui lui est fournie par l'expérience, résulte dans le cas qui nous intéresse de la position que l'opérateur assume au sein d'un réseau de relations, patiemment construit et maintenu au fil des ans, réseau souvent jalousement préservé des jeunes entrants dans la fonction. Les vendeurs prennent donc place entre les normes définies par les organisations et les institutions du marché, mais entrent avant tout dans des jeux parallèles faits de relations interindividuelles, et constitutives de leur véritable capital, à la fois immatériel et symbolique.

On le voit bien ici, l'idée d'une indépendance de l'opérateur, qu'il soit analyste ou vendeur, voire de l'organisation elle-même, est en définitive assez représentative de l'ambivalente foncière qui constamment la remet en cause : rémunéré dans le cadre d'une intermédiation financée par l'investisseur, l'opérateur se trouve pris entre un idéal d'autonomie fondant le modèle de développement dans lequel il intervient (un agent rationnel, atomistique, participant au processus de découverte des prix dans une situation informationnelle non asymétrique), et une organisation qui n'a de cesse de remettre en cause cet idéal. Les débats cristallisés autour de la question des bonus dans l'industrie sont encore trop exclusivement tournés vers les niveaux de rémunération : il serait pourtant tout aussi intéressant d'interroger le modèle de développement sous-jacent, et de demander quelle structure organisationnelle serait à même de faire de l'opérateur de marché le véritable traducteur de l'information, à la fois partenaire du discours de l'émetteur et interprète de ce discours pour le compte des investisseurs. Ces différents exemples montrent bien que l'homogénéité supposée des agents rationnels utilisés par la théorie financière ne permet pas de rendre compte des micro stratégies d'acteurs qui pourtant se font déterminantes dans le cours quotidien de l'activité.

Les marchés financiers sont les lieux d'une évaluation continue : outre la valeur et le prix des actifs échangés par l'intermédiaire des instruments financiers, ce sont également les

modes d'évaluation et de rémunération qui se font très prégnants. La rémunération de l'ensemble des activités des opérateurs de marché se fait majoritairement sous forme de courtages et de commissions : la source principale est assurée par les opérations de négociation pour lesquelles un courtage est calculé sous forme de pourcentage prélevé sur les capitaux échangés. Ce pourcentage varie en fonction de la taille des opérations, du type de client (institutionnel, particulier) et de sa fidélité. Dans un cadre réglementaire renouvelé depuis novembre 2007, les *brokers* européens doivent faire face à une situation qui implique de leur part de très lourds investissements informatiques, conséquence d'une modification de l'organisation des échanges engendrée par la directive MiF (Hautcoeur *et al.*, 2010). La mise en concurrence des lieux de négociation matérialise une obligation de « meilleure exécution » tributaire de la capacité de l'intermédiaire à traiter une information (prix et volumes disponibles, capacités d'accès) toujours plus complète et complexe. Ces traitements ne peuvent qu'être pris en charge par des systèmes automatisés à même de parcourir en des temps extrêmement courts (de l'ordre de la milliseconde) l'univers des possibles pour chaque instruction donnée. Parallèlement à ces investissements technologiques, et conséquence de la mise en concurrence des places de marché, la diminution des frais d'accès aux marchés, ainsi que la baisse des tailles unitaires traitées, a commencé à entamer les marges des sociétés de courtage. Conjugée à la crise financière survenue la même année 2007, la mise en œuvre de la MiF fait subir un effet de ciseaux aux *brokers*, qui peinent à rentabiliser leurs investissements.

Dans un tel contexte, plusieurs intervenants ont cherché à diversifier leur offre, pour parvenir à préserver leur indépendance et éviter les fusions destinées à mutualiser les coûts. Outre la production et la vente d'analyses financières, et le déploiement de capacités d'exécution, les *brokers* offrent toute une série de fonctions complémentaires : facilités de dénouement et de garde (*warehousing\**) des titres, facilités de compensation (*clearing\**). Certains *brokers* sont allés jusqu'à développer leurs propres marchés : systèmes multilatéraux de négociation, systèmes hybrides (*dark pools\**, *electronic crossing networks\**) permettant aux investisseurs et aux participants de marché, dans des conditions différenciées, d'exécuter des ordres et de capter des volumes. Toutes ces évolutions récentes questionnent le positionnement stratégique de l'opérateur de marché et du *broker* : de quelle intermédiation et de quelle indépendance peuvent-ils aujourd'hui se prévaloir ?

## 5.2.2. De l'intermédiation à la médiation

Le *strategizing* est resté une question peu abordée sur le terrain des marchés financiers, où les approches académiques dominantes ont surtout cherché à développer des modèles et des techniques dans une perspective instrumentale et fonctionnaliste. Vue sous l'angle de la pratique, le *strategizing* comme entendu par Whittington (1996) et Johnson *et al.* (2007) mais encore comme souligné par le modèle développé plus haut, est un espace temps où s'entremêlent intérêts, intentions et contextes portés par des relations entre acteurs divers incarnant des rôles, des identités. Les relations entre acteurs sont réalisées directement sur les marchés financiers et, dans le cas du *brokerage*, *via* des intermédiaires (Pénan, 2010) qui peuvent se concevoir en fait comme des médiateurs au sens latourien :

« An intermediary, in my vocabulary, is what transports meaning or force without transformation: defining its inputs is enough to define its outputs. For all practical purposes, an intermediary can be taken not only as a black box, but also as a black box counting for one, even if it is internally made of many parts. Mediators, on the other hand, cannot be counted as just one; they might count for one, for nothing, for several, or for infinity. Their input is never a good predictor of their output; their specificity has to be taken into account every time. Mediators transform, translate, distort, and modify the meaning or the elements they are supposed to carry »<sup>83</sup> (Latour, 2005).

### 5.2.2.1. Une activité de médiation ?

Si nous reprenons cette distinction entre intermédiaire et médiateurs, nous pouvons comprendre à quel point les acteurs du *brokerage* se retrouvent dans ce dernier rôle qui en fait des praticiens stratégiques. Ils managent des réseaux variés et hybrides et sont donc au cœur de relations impliquant leurs clients, des informations financières et des capacités d'exécution par lesquelles ils sont en mesure de justifier leur place centrale dans le marché. Mais, ce positionnement a été jusqu'ici peu pris en compte et conduit à quelques décisions et situations qui ont été plus négatives que positives pour repenser les marchés de façon plus raisonnable. Si nous reprenons le cas de la MiFID, ce recadrage normatif récent au niveau européen a changé la perspective organisationnelle du marché, d'abord de l'extérieur. Puis, elle a touché l'écologie des participants de la Bourse, ses parties prenantes internes ce qui a encouragé le déploiement de nouvelles stratégies d'adaptation et la formation de capacités

---

<sup>83</sup> Notre traduction : « Un intermédiaire, dans mon vocabulaire, c'est ce qui transporte sens ou force sans transformation: la définition de ses entrées est suffisante pour définir ses sorties. À toutes fins pratiques, un intermédiaire peut être considéré non seulement comme une boîte noire, mais aussi comme une boîte noire comptant pour un, même si elle est faite en interne de nombreuses parties. Les médiateurs, par contre, ne peuvent pas être comptés comme un seul : ils pourraient compter pour un, pour rien, pour plusieurs ou pour une infinité. Leur entrée n'est jamais un bon indicateur de leur source, leur spécificité doit être prise en compte à chaque fois. Les médiateurs transforment, traduisent, déforment, et modifient le sens ou les éléments qu'ils sont censés transporter ».

renouvelées par les *brokers*. Ils se battent maintenant avec de nouveaux systèmes pour la suprématie d'exécution et doivent inventer de nouvelles pratiques à la fois acceptables le marché, par la Société mais aussi pour leur propre survie. L'équation est difficilement tenable.

C'est une situation complexe qui vient s'ajouter à leur rôle de médiateurs. Ce dernier positionnement étant celui où nous pouvons examiner la métamorphose et le passage d'informations financières, pourrait rester selon nous, le point essentiel non seulement pour cerner l'agir stratégique du *brokerage* mais aussi sur lequel pourrait s'appuyer toute réforme raisonnable. C'est à ce niveau là que pourrait se situer la création d'une Praxis renouvelée pour les marchés tenant compte de leur utilité fondamentale mais aussi des liens à avoir et à maintenir avec l'économie réelle et les aspirations de la Société.

« In order to amend them, we need to consider any point as being a mediation, that is to say, as an event, which cannot be defined in terms of inputs and outputs or causes or consequences. The idea of mediation or event enables us to retain the only two characteristics of action that are useful, i.e., the emergence of novelty together with the impossibility of *ex-nihilo* creation, without in the process conserving anything of the Western anthropological schema that always forces the recognition of a subject and an object, a competence and a performance, a potentiality and an actuality »<sup>84</sup>, (Latour, 1996).

Dans le cas du *brokerage*, ces quelques remarques ébauchent un début de représentation simple du changement que nous voudrions suggérer : Il convient de considérer que les sociétés d'intermédiation ne sont pas juste de simples tuyaux inhabités offrant un passage au marché pour permettre à des instructions de se rencontrer, des tuyaux à la frontière de ce marché, entre position extérieure et position intérieure. Ce qui se passe entre ces deux positions est d'une importance cruciale si nous voulons comprendre les changements qui arrivent actuellement pour le *brokerage* et ceux qui pourraient être imaginés pour le marché. N'oublions pas que les *brokers* font et sont en partie le marché, leur agir stratégique est médiateur de toutes autres actions :

« It is a characteristic of those technical mediators that they ultimately require invisibility (although in an entirely different way from scientific instruments). This is, of course, a kind of optical illusion. Indeed, the routine of habit must not prevent us from recognizing that the initial action, this famous 'plan' which is supposed to stand in for the programme materialized by the simple implementation of technology, has definitely mutated. If we fail to recognize how much the use of a technique, however simple, has displaced, translated, modified, or inflected the initial intention, it is simply because we have

---

<sup>84</sup> Notre traduction : « Pour les modifier, il faut considérer tout point comme une médiation, c'est-à-dire, comme un événement qui ne peut être défini en termes d'entrées et de sorties ou de causes ou de conséquences. L'idée de médiation ou d'événement nous permet de conserver les deux seules caractéristiques de l'action qui sont utiles, c'est-à-dire, l'émergence de la nouveauté avec l'impossibilité de création *ex-nihilo*, sans conserver dans le processus, rien qui appartienne au schéma anthropologique occidental, lequel oblige toujours à reconnaître un sujet et un objet, une compétence et une performance, une potentialité et une réalité ».

changed the end in changing the means, and because, through a slipping of the will, we have begun to wish something quite else from what we at first desired. If you want to keep your intentions straight, your plans inflexible, your programmes of action rigid, then do not pass through any form of technological life. The detour will translate, will betray, your most imperious desires »<sup>85</sup>, (Latour, 2002).

### 5.2.2.2. Médiateurs, *middle-men* et *middle-managers*

Si nous pensons au niveau d'autonomie des acteurs du *front office* et au système d'organigramme relativement plat des sociétés de *brokerage*, comme déjà souligné rapidement précédemment, les *brokers* peuvent être assimilés à des *middle managers*. En effet, comme les *middle managers* étudiés dans d'autres travaux (Dutton *et al.*, 1997, 2001 ; Floyd et Wooldridge 1990, 1994, 1997 ; Van Cauwenbergh et Cool, 1982), ils sont, par leur activité même, en situation de détecter des signaux qui vont contribuer à donner du sens et à développer des stratégies (Rouleau et Balogun, 2011) au sein même de l'écologie des marchés financiers.

« Brokers are middlemen; they intervene in the transactions of buyers and sellers. They are the vortex of independent information systems and must sort out and manage conflicting data. In addition, stockbrokers play an intelligence role. They are expected to know the market, to have accumulated and evaluated "hot tips", to be aware of potential opportunities as well as potential disasters », <sup>86</sup> (Shapiro, 1984).

Cette recherche contribue à combler le manque relatif d'études consacrées à l'intermédiation financière vue sous l'angle de la pratique et de la stratégie. En adoptant une perspective plus axée sur l'organisation et le courant SaP, nous pouvons souligner à quel point les intermédiaires financiers de type *brokerage* sont plus que de simples passeurs du flux d'informations entre des investisseurs et des émetteurs. Or, la capacité qu'ils ont en tant que *middle-men* médiateurs, de former (au sens premier du mot : *formare*, façonner) des informations est précisément l'intérêt principal que présente leur activité et leur agir

---

<sup>85</sup> Notre traduction : « Il s'agit d'une caractéristique de ces médiateurs techniques qu'ils aient finalement besoin d'invisibilité (bien que d'une manière tout à fait différente des instruments scientifiques). Il s'agit, bien sûr, d'une sorte d'illusion d'optique. En effet, la routine de l'habitude ne doit pas nous empêcher de reconnaître que l'action initiale, ce fameux "plan" qui est censé se tenir dans le programme matérialisé par la simple mise en œuvre de la technologie, a définitivement muté. Si nous ne parvenons pas à reconnaître combien l'utilisation d'une technique, même simple, a déplacé, traduit, modifié ou infléchi l'intention initiale, c'est simplement parce que nous avons changé la fin en changeant les moyens, et parce que, par un glissement de la volonté, nous avons commencé à souhaiter quelque chose d'autre de ce que nous avons dans un premier temps souhaité. Si vous voulez garder vos intentions droites, vos plans intransigeants, vos programmes d'action rigides, alors il ne faut pas passer à travers toute forme de vie technologique. Le détour traduira, trahira, vos désirs les plus impérieux ».

<sup>86</sup> Notre traduction : « Les *brokers* sont des intermédiaires; ils interviennent dans les opérations d'acheteurs et de vendeurs. Ils sont le tourbillon de systèmes d'information indépendants et ils doivent trier et gérer les données contradictoires. En outre, les *brokers* jouent un rôle d'information. Ils sont censés connaître le marché, avoir accumulé et évalué les "bons tuyaux", pour être au courant des possibilités ainsi que les catastrophes potentielles »

stratégique, question peu abordée par la théorie financière. Les intermédiaires financiers de type *brokers* sont des acteurs stratégiques sur les marchés de financiers ; ils sont capables d'impacter le contexte dans lequel ils évoluent. Mais, nous pouvons aussi ajouter que les *brokers* ne sont pas seulement des *market makers* (ici au sens d'Abolafia, 1996), ils sont eux-mêmes sujet de la transformation stratégique qui se déroule actuellement dans les marchés financiers. Il convient donc de se demander à ce stade quelle(s) valeur(s) pourrai(en)t les aider à contribuer à un système renouvelé et qui aurait du sens pour eux, leurs semblables non seulement sur les marchés mais aussi en Société ? Une ou des valeur(s) qui les obligerait(ent) à plus de responsabilité ?

### **5.2.3. Reconcevoir l'organisation et le management du *brokerage* : premières pistes**

Il convient d'imaginer quelques pistes pour repenser l'organisation de *brokerage* et le rôle de ses opérateurs de marché ; ces pistes ne peuvent être acceptables que si elles sont portées par les praticiens eux-mêmes, conscients de l'attente de la Société à laquelle ils appartiennent aussi en tant qu'individus. Pour cela, nous pouvons nous appuyer sur le modèle construit précédemment et en quelque sorte, le renverser par une prise de conscience de ce qui fait l'agir stratégique. Si la finalité du *broker* est de gagner et faire gagner de l'argent à un ensemble de parties, l'information occupe (comme on l'a déjà compris au chapitre 1) une place centrale dans son activité. Envisager une pratique renouvelée du métier passe certainement, dans un premier temps, par une réflexion sur cette matière première qui devient aussi une sorte d'*output* final. Ensuite, les pratiques institutionnalisées peuvent être repensées pour tendre vers une Praxis responsable et avoir des incidences concrètes en termes d'activité. Cette démarche peut, dès lors, aider à repousser certaines limites et faciliter le renouvellement du *brokerage*.

#### **5.2.3.1. Reconnaissance du rôle central de l'information ?**

Comprendre les activités du *brokerage*, c'est insister sur la nécessité que les opérateurs de marché ont – notamment pour justifier de leur utilité – de faire émerger du sens, sens qui va devoir être porteur pour le client afin de justifier une décision d'investissement ou pas, sens qui va être en perpétuelle (re)construction car soumis à des signes sans cesse captés, traités pour produire de l'anticipation active.

Si nous reprenons le parallèle entre le *broker* et le stratège « chemin faisant » tel que défini par Avenier (2000), les notions d'information, de veille et de décision apparaissent centrales

pour comprendre leur démarche et leurs actes. Elles demandent ici d'être éclairées en fonction de la spécificité de l'activité de *brokerage*. Les opérateurs de marché n'endossent pas les conséquences du passage à l'acte – le résultat de l'ordre de marché par l'investisseur –, mais ils n'en conservent pas moins une certaine responsabilité – vis à vis de cet investisseur mais aussi du marché, des émetteurs. C'est ce que souligne leur situation de médiateur qui implique ainsi un degré de conscience sur la portée de leurs discours.

Les opérateurs de marché doivent alors prendre conscience que c'est une information au sens large qui est au cœur de la dynamique des systèmes complexes en général et du méta système marchés financiers en particulier, car c'est elle seule qui peut favoriser l'émergence du sens et d'une certaine cohérence. La responsabilité du *brokerage* devient la recherche et l'expression de ce sens. L'information doit donc être plus qu'une information standardisée que Le Moigne (1974) qualifie « d'information sélective » et, comme le souligne Amabile (1997) :

*« [...] les investisseurs en bourse à la recherche d'informations "pertinentes", utilisent des informations sélectives en permanence : ils discriminent des informations dans une masse encore plus importante d'information. Si le processus garantit que le système d'information ne sera pas surchargé, il peut également conduire à ignorer des opportunités intéressantes ».*

Il convient donc pour le *brokerage* de ne pas confondre information sélective et information pertinente. C'est ce que tente de lui faire croire une approche qui se voudrait contrôlante et contrôlée, une approche normative qui lui dirait « dis-moi les décisions que tu dois conseiller de prendre, je te donnerai les seules informations acceptables et transmissibles », une approche dont souffrent aujourd'hui bien des intervenants – comme l'ont souligné la plupart des entretiens menés.

Pas si simple cependant car qu'est-ce que fondamentalement l'information ? Une arlésienne dont tout le monde parle mais que peu connaissent comme le laisse, là encore, entendre Le Moigne (1974) écrivant :

*« L'information ! Est-il mot plus familier, plus intuitif ? En est-il même de plus international ? N'est-il pas au centre de toute conversation de management ? Au cœur de cette activité de responsable qu'est la décision, n'est-il pas cet immédiat répondant : l'information ? [...] Et pourtant, est-il mot plus difficile, plus multiple, plus ambigu ? ».*

Dans le cas du *brokerage*, l'information est à la fois signe et sens, contenant et contenu, flux entrant et flux sortant. Ainsi, elle est cette « information rationnelle » de type Shannonien mais aussi un ensemble de signes (Peirce, 1935), de messages, que l'on peut recevoir, interpréter et transmettre. Mais, elle est aussi la transformation de la connaissance qu'elle

produit chez le *broker*-récepteur. Dans ce cas précis, elle reprend son sens étymologique de *in-formare*, c'est-à-dire de donner une forme. À l'image du peintre fort de son expérience et de sa créativité face à sa toile, le *broker* va devoir faire jouer ce que les Italiens appellent, à la suite de Vico (1710) son *ingegno*, cette capacité éminemment humaine d'inventer, de créer à partir d'associations de choses, de situations et d'actes apparemment dissemblables. Il va assouvir ce que Varela (1989) donne comme une passion : la passion de produire du sens. Certains parleront de subjectivité posant alors indirectement la question de la validité, voire de la valeur de l'information ainsi obtenue, d'autant plus que l'information entendue au sens large est une ressource qui va s'échanger contre monnaie pour permettre d'atteindre la finalité affichée et peut-être au-delà permettre au marché de réaliser sa fonction. Comment, avec une information entendue de façon aussi large, être assuré d'une valeur ? Répondre à une telle question implique au minimum un double volet : celui d'une valeur éthique où information et connaissance sont étroitement liées et celui de la valeur économique qui permet l'échange. Y a-t-il un passage envisageable entre les deux permettant de vendre une information à valeur ajoutée car porteuse de connaissance, une connaissance en conscience intégrant : finalité, limites et risques si dérapages ?

Concernant le premier cas, celui d'une valeur éthique de l'information, nous venons de voir que celle-ci ne pouvait pas se définir hors du contexte de signification, c'est-à-dire qu'il y a eu interprétation et donc appel à la connaissance. L'information se réalise ainsi à partir d'un système référentiel donné ce qui peut faire douter de son évaluation objective d'autant plus que peut s'introduire aussi une part d'intentionnalité. Une issue possible pour le *brokerage* serait de repenser la valeur de l'information en revenant à l'origine même du mot valeur. Il pourrait intégrer dans sa démarche de construction de sens une perspective morale de la qualité car, comme le souligne Milon (1999) :

*« la valeur a d'abord un sens éthique. Elle implique une sorte de compromis entre le désir de liberté des consciences singulières et les situations morales ».*

Pour cela, il faudrait qu'il se repose, d'une part, sur une notion de confiance dans sa relation au client et d'autre part, qu'il intègre sa part de responsabilité à différents niveaux – notamment vis à vis des émetteurs – quant à la décision qu'il impulse par l'information produite. Il s'agit ici de limiter une approche court termiste des marchés, voire certaines formes de spéculations.

Dans le deuxième cas, la valeur se définit comme le prix que le client est prêt à payer pour obtenir « l'objet », ici l'information donnée par les opérateurs. Comme vu au Chapitre 4 dans

la relation reliant acteurs du *brokerage* et investisseurs, l'information de part sa difficile évaluation qualitative, n'est pas une marchandise échangeable au sens classique. La clé se trouve au niveau du service rattaché à l'information. L'information – ayant la particularité de ne pas se perdre, ni de s'appauvrir – pourrait même être enrichie au passage. Si le *brokerage* se voit alors comme une boîte de transformation entre flux entrants et des flux sortants d'information et porteur d'une certaine valeur / validité à construire, il demande, outre des modèles incitatifs revus, un état d'esprit particulier qui doit animer les opérateurs de marché pour mener à bien cette opération. Cet état d'esprit est censé les aider à se positionner non plus comme au service des seuls investisseurs donneurs d'ordres mais bien comme des médiateurs reconnus par l'ensemble des parties prenantes des marchés, les émetteurs y compris. Le service rattaché à l'information demande certaines aptitudes.

La première aptitude qui vient à l'esprit est la capacité de veille, une capacité qui ne doit pas être entendue comme passive mais bien dans son sens premier *vigilia* qui signifie « être éveillé ». L'environnement du *broker* est, on l'a vu, loin d'être lisible car, dans ce cas, il pourrait se contenter « d'informer la décision » (Le Moigne, 1990), c'est un environnement incertain, instable, discontinu où une prévision du futur ne peut pas se fonder sur des extrapolations du passé et demande donc – toujours en référence à Le Moigne – de « décider de l'information ». Il pourrait alors s'appliquer à un acte de veille stratégique tel qu'entendu, par exemple, par Lesca (2002), c'est-à-dire :

« [...] un processus volontariste, par lequel (il) traque, assimile et diffuse de l'information en provenance de (cet) environnement externe en vue de son utilisation pour l'action ».

Les autoroutes de l'information mises à sa disposition ne doivent pas le conduire sur la voie apparemment facile d'une accumulation d'informations catégorisées de façon simplificatrice. Cette voie mène à des impasses : celle de la fin même de l'activité de *brokerage*, mais aussi celle d'un marché réduit à de l'information publique si insipide et si contrôlée qu'elle ne donne plus rien à voir aux évolutions des sociétés cotées. Il est important que le *broker* – pour rappeler l'image donnée par un interviewé – retrouve son cerveau seul capable d'imagination, d'intuition et de création. Il serait alors capable de détecter l'information qui s'offre à lui, toute l'information y compris celle parcellaire, incomplète, imprécise voire ambiguë qui peut faire signe. Nous entendons par là un signe qui va dans le sens des « *weak signal* » d'Ansoff (1975) – un signe non provoqué, non objet d'une recherche précise *a priori* – et qui sera le stimulus inducteur d'un déclic permettant l'anticipation.

L'attention, c'est peut-être là une autre aptitude nécessaire au *broker* confronté à une masse d'informations mais ne disposant que de ses maigres capacités de traitement. Comment faire ? Simon (1983) soulignera la nécessité de mettre en place des mécanismes facilitant l'accès à notre mémoire humaine. Il s'agit essentiellement de « mécanismes psychologiques et artificiels d'association et de catalogage qui permettent de puiser dans la mémoire quand besoin est ». Il faut préciser ici que ce ne saurait se limiter à une fonction de filtrage mécaniste puisant dans un stock de données mais bien « des activités de sélection pour le dialogue qu'un (*broker*) développe avec un environnement avec lequel il résonne afin d'en privilégier – ou d'en négliger – certains aspects, selon son projet, ses finalités, son histoire, le contexte, etc. » (Amabile, 1997). Le facteur rare n'est plus l'information – et le contexte actuel des marchés financiers l'a bien mis en exergue – mais la pénurie d'attention. L'attention – comme caisse de résonance – que portent les opérateurs de marché aux signes identifiés devient ce qui va permettre de créer du sens et de produire la valeur escomptée. Elle fait d'eux des experts. Ils sont ceux qui vont percevoir « l'information qui est une différence » et faciliter l'émergence de « la différence qu'elle engendre », (Bateson, 1972).

Dans ce travail sur l'information, les praticiens du *brokerage* peuvent être des créateurs de sens en conscience. Cette construction de sens passe par un processus d'invention et de création de probables se fondant sur des interactions variées par rapport au contexte – entendu ici au sens large et reconnu lui-même comme construit. Ils vont aboutir sur une lecture du monde qu'ils vont alors confronter et partager. Le *broker* se placerait dans ce que Piaget (1967a) appelle une « ouverture des possibles » qui l'oblige à se confronter à d'autres façons de concevoir les choses. C'est là un exercice difficile. Pour le *brokerage*, l'enjeu est d'autant plus fort qu'il en va d'une certaine crédibilité individuelle et à terme, collectivement, de la survie de cette activité.

Nous ne croyons pas forcément à des réseaux de *brokers* trans-sociétés de bourse qui, à trop vouloir mettre en commun, risquent de déboucher à nouveau sur un modèle simplificateur, édulcoré et producteur d'une information uniformisée. Par contre, il nous semble intéressant de lancer quelques lignes en termes d'organisation susceptibles de favoriser le développement d'une dynamique de petits groupes – d'équipes – au sein d'une même société. Ces équipes seraient fondées sur les concepts précédemment développés de veille, d'attention et de création de sens afin de déboucher sur de l'information porteuse de possibles et donc échangeable sur les bases de cette « valeur escomptée » déjà évoquée.

### **5.2.3.2. Quelles pratiques renouvelées ?**

Pour les sociétés désireuses d'organiser l'activité de *brokerage* sur les fondements précités, va se poser une problématique managériale inhabituelle. Elles vont devoir apprivoiser une ressource absolument nécessaire pour que leurs équipes de vente se différencient de la masse : la connaissance. Pour favoriser ceci, elles auront à mettre en place une organisation qui va laisser cette connaissance se déployer au risque de perdre son contrôle direct. Nous nous éloignons ainsi du tout contrôle tel qu'il est de mise actuellement sur les marchés financiers, mais qui a montré ses limites aussi bien par les dérapages induits que par la non réalisation de sa finalité affichée : la création de richesse. Quelles possibilités s'offrent alors ? Existe-t-il un modèle pouvant servir de base, de référence ?

#### **Quelques pistes en termes d'organisation et de management**

Il s'agit peut-être avant tout de penser en terme collectif une activité qui se voulait *a priori* individuelle. Historiquement, nous sommes passés de : 1/ un *broker* détenant une information rare, maîtrisable et maîtrisée, qu'il donnait à voir à ses clients en jouant essentiellement sur le facteur temps, et seul son réseau relationnel suffisait à nourrir son savoir actionnable ; à 2/ un *broker* assisté par pléthore de moyens techniques – parfois d'ailleurs en concurrence avec lui – face à une multitude de canaux d'information. Dans cette conception, les acteurs du *brokerage*, pour apporter une réelle valeur ajoutée au client – muni qui plus est des mêmes moyens –, seraient potentiellement en mesure de lui donner une ressource rare : l'attention et la création de sens. L'exercice semble ardu s'il est envisagé individuellement dans un contexte particulièrement complexe, il peut être plus adapté si on le conçoit à plusieurs mais nécessite différentes conditions quant à sa réalisation :

##### **a) Penser l'approche collective en écoutant le terrain**

Avenier (1999) propose ainsi pour « favoriser l'éclosion d'initiatives stratégiques locales » trois conditions qui nous semblent porteuses dans le cadre d'une pratique renouvelée du *brokerage*. Il s'agit de « l'autonomisation des unités, l'accessibilité de l'information et le fait de disposer de temps pour la réflexion et pour la prise de recul ».

##### **- Autonomisation des unités**

Elle est particulièrement intéressante et correspond à une expérience racontée par certains praticiens rencontrés et qui avait été expérimentée avec un certain succès entre à la fin des

années 1990 et le milieu des années 2000<sup>87</sup>. Le pôle servant de modèle présentait ainsi, à la fois les trois types d'autonomie indiqués par Mélése, (1979) : une autonomie de représentation, une autonomie d'organisation, et enfin, une autonomie de projet qui consistait à la satisfaction, à la fidélisation et au développement de la clientèle sur le long terme par une approche correspondant à une certaine philosophie du marché mais acceptée par les responsables de la société de bourse car répondant aux attentes de résultats.

Il en résultait alors un sentiment constant d'enthousiasme pour les membres du pôle, permettant à la fois de renforcer les liens et de relever le défi quotidien du marché pour trouver « la » bonne idée, la projection qui fait sens, et l'adaptation aux attentes des clients.

### **- Accessibilité de l'information**

La seconde condition, – « rendre l'information accessible » – est au cœur même de l'activité de *brokerage* envisagé sous l'angle d'unités. Elle donne le ferment à l'ensemble des unités de la société de bourse qu'il s'agisse de pôles de vente, comme il est question ici, que d'autres pôles tous complémentaires – nous pensons ainsi aux analystes financiers, aux économistes, aux autres équipes internes de *sales*. Les confrontations seraient alors porteuses et permettraient d'enrichir l'organisation dans son ensemble. On peut même imaginer qu'à terme, elle aiderait à construire une identité pour la société de bourse notamment pour une meilleure reconnaissance à l'extérieur.

### **- Prise de recul**

La troisième condition – « ménager du temps pour la prise de recul » – est peut-être la plus difficile à mettre en place et à faire accepter dans le cadre d'une activité liée aux marchés financiers. Le facteur réactivité est très prégnant dans les esprits ainsi que l'illusion d'une décision en temps réel. Cependant, là encore, l'exemple de l'expérience menée par la société X est instructif car ce qui avait surpris le plus - quand il a fallu étendre le modèle de l'équipe de référence à d'autres pôles – c'est ce refus d'appeler les clients sur la nouvelle pour au contraire attendre de l'ingérer, de la digérer et d'en ressortir une information à impact long terme générant, peut-être moins d'allers-retours de la part des clients mais, des prises de position considérables et durables, basées sur des convictions ressenties comme fortes. Le client avait aussi le sentiment de ne pas être appelé pour rien ou pour quelque chose qu'il avait déjà entendu.

---

<sup>87</sup> Cf. Annexe 9 : Retranscription cas société X.

Ces trois conditions, pour être tenues, doivent répondre à une adhésion des membres de l'unité et à une certaine latitude donnée par l'organisation centrale. Elles doivent être soutenues par une motivation qui ne passe pas forcément par un système de contrôle et de hiérarchie classique.

### ***b) Motiver***

Il convient de dépasser ici, ce qui reste encore trop souvent le cas dans les salles de marché actuelles en termes de management, la politique dite familièrement « de la carotte ou du bâton ». Comment inciter, ou plutôt inviter, chacun à participer ?

#### ***- La question de la rémunération***

Il s'agit, dans un premier temps, de casser le système d'incitation mis en place pour ce qui est des rémunérations et qui favorise selon nous foncièrement une approche individualiste. Nous faisons plus particulièrement référence au système de bonus qui s'est posé comme la règle à la fin des années 1980 en France sur le modèle importé de l'industrie financière américaine. Tant qu'ont duré les charges d'agents de change, le système de rémunération était basé sur un fixe accompagné d'une « gratification » sorte de « plus » accordé au commis pour récompenser une participation à l'activité de la charge, ceci dans un état d'esprit paternaliste. Par la culture bonus qui s'est développée avec la rationalisation des marchés, il s'est agi pour les sociétés d'intermédiation – et indirectement les banques les possédant – de contrôler les activités de leurs agents – notamment éviter les petits arrangements pour compte propre directs et fréquents sur le marché – et se sont alors posées des différences quantitatives et qualitatives par rapport à la gratification d'origine. Ainsi, la proportion dans la part totale de la rémunération s'est considérablement développée pour permettre, les années fastes, de tripler voire de quadrupler un fixe déjà confortable. Tandis que des règles (minimum, maximum) précises avaient été établies par accord entre agents de change pour la « grat », le bonus a été très peu contractualisé ne répondant souvent qu'à un arrangement tacite pour ce qui est du calcul – généralement, un pourcentage des commissions rapportées à la société de bourse par le vendeur sur les opérations avec ses clients. Cette « mise aux compteurs » a permis l'éclosion dans les salles de marché durant les années 1990 de comportements individualistes et de jeux de chaises tournantes pour qui souhaitait se monnayer d'une société à l'autre.

Aujourd'hui, un contrôle strict a été mis en place pour ce qui est des opérations en propre et le contexte fait que la position du *broker* seul face à son client ne nous semble plus tenable.

Il conviendrait donc de repenser ce système de rémunération pour gommer un état d'esprit individualiste nuisible à un esprit d'équipe. Là encore, ce qui avait été expérimenté au niveau de la société X nous semble à retenir : chaque membre de l'équipe y entrait avec son fixe et pour ce qui était du bonus, il était commun avec une base pour chacun de 6 % du chiffre généré globalement par le pôle et 6 autres % supplémentaires fonctions de l'implication individuelle dans le projet de fonctionnement commun.

Il s'agit alors pour le responsable du pôle de donner l'exemple. Dans le cas cité, même s'il semblait à l'origine le plus gros contributeur direct, il a élaboré et fait lui-même la demande pour le pôle de ce système commun. Il lui a aussi fallu reconnaître les critères qualitatifs avec le plus d'impartialité possible – évaluation par exemple des charges de travail issues de l'organisation marketing, la collaboration directe... – ce qui n'est possible que s'il s'implique lui-même activement, directement et au même titre que ses co-équipiers. C'est aussi une façon d'exercer un contrôle plus proactif et continu.

#### **- Un certain état d'esprit**

Une certaine tournure d'esprit est nécessaire pour manager de telles équipes. Il faut accepter de se mettre en situation pour participer à la conception, à l'intégration et à la menée de visions locales tout en gardant en tête une vision d'ensemble en phase avec celle de la société d'intermédiation. Comme le souligne Avenier (1999),

*« l'enjeu majeur de la mise en acte (d'un tel système d'organisation) est probablement plus culturel que technique : apprendre à écouter, dialoguer, débattre, travailler ensemble, coopérer... ».*

Il s'agit de trouver un équilibre entre moins de rigidité et plus de participation de la part de chacun. C'est la volonté et la capacité de tous à donner qui sont déterminantes pour la réussite du projet ainsi que le maintien, voire l'amélioration de leurs compétences. Chacun va pouvoir s'adapter aux évolutions le concernant et faire partager au niveau de l'équipe, son savoir-faire et son savoir-être avec des approches réciproques et des enrichissements mutuels. Dans une telle optique, chacun doit donc bien se sentir partie prenante des objectifs du pôle. Il faut pour cela être en mesure de comprendre la portée de ses actes, se sentir légitime dans le groupe et si possible imaginer le devenir de celui-ci.

Le sentiment d'une relation forte intragroupe devient capitale pour la motivation. Manfred Mack, dans des propos recueillis par l'*Expansion Management Review* de Décembre 1996, dira :

*« Dans un milieu chaotique ou excessivement rigide, seule la force brute permet*

*d'atteindre le but. En revanche, dans la zone intermédiaire, celle qui correspond à l'état dit de "complexité", la tâche se réalise au moyen d'une énergie "douce", [...]. Cela constitue une piste nouvelle majeure : le principe est que de petites doses d'énergie peuvent, grâce à l'effet de levier d'un milieu favorable, être transformées en haute valeur ajoutée. Il en découle que, dans [...] une équipe, l'efficacité de la création de valeur est fonction de la relation entre les membres de ladite (équipe) ».*

On obtient ce que Zara (2004) appelle « un management de l'intelligence collective » basé sur le vouloir, le savoir et le pouvoir coopérer et dont l'enjeu serait de produire une performance collective supérieure à la somme des performances individuelles pour (se) projeter (dans) un futur plausible. Comment est-ce envisageable ?

En fait, penser un renouvellement des pratiques, c'est se souvenir que, dans le cas du *brokerage*, nous sommes au-delà d'une simple activité d'intermédiation. Si nous nous reportons à notre représentation du positionnement stratégique des *brokers*, nous voyons que cette activité est plus complexe et plus riche. C'est une activité potentiellement transformatrice qui se rapproche bien de la notion de médiation centrale dans la philosophie aristotélicienne et que l'on retrouve dans une forme plus moderne dans les travaux de Latour mais aussi en stratégie dans le courant SaP. Les pratiques sont donc à renouveler en ayant à l'esprit un modèle global et ouvert où la Praxis intègre et est intégrée dans la Société d'aujourd'hui et, déjà, ses attentes pour demain.

### **5.2.3.3. Quelle responsabilité ?**

Si nous revenons à la modélisation développée en première partie de chapitre, il ressort qu'au niveau des cités inspirées dans les travaux de Boltanski (1991) et Thévenot puis Boltanski et Chiapello (1999), il n'y a pas de *numerus clausus*. Certaines sont encore à identifier notamment sous l'influence des formes de critiques du système. Comme le souligne Chiapello (2004) :

*« L'histoire du management ne peut ainsi pas être séparée de l'histoire de sa critique, et ce sont souvent les idées marginales d'aujourd'hui qui font naître les pratiques dominantes de demain. Les dirigeants soucieux d'avant-garde et d'innovations managériales susceptibles de leur donner une avance sur les autres tireront, dès lors, un grand profit à prendre au sérieux les mouvements critiques, pas seulement comme forces d'opposition mais aussi de proposition ».*

Pour elle, après les courants critiques conservateurs, sociaux et artistes, vient aujourd'hui la critique écologique porteuse de changements car elle est particulièrement

*« alarmante : elle souligne, d'une part, l'irréversibilité des altérations que l'activité des hommes fait subir à la terre, à son patrimoine génétique et à son écosystème, et, d'autre part, l'impossibilité de poursuivre et d'étendre à l'ensemble du monde le mode de développement qui fut celui de l'Occident capitaliste » (Ibid.).*

Boltanski et Chiapello (1999) soulignent aussi que le rôle de médiateur correspond à celui de l'homme fort dans la cité par projets et nous pouvons penser dès lors, qu'il puisse avoir une responsabilité de participation au modèle dominant mais aussi une position privilégiée pour le faire évoluer.

Cette critique se rapproche de l'idée de réforme par l'Éthique, une éthique qui doit chercher à régénérer les sources même de la vie dans laquelle l'humain est à la fois individu/société/espèce (Morin, 2004). Son impératif est donc aussi bien porté par chacun en soi et par tous contextuellement. Si les fondements de l'éthique peuvent paraître en crise dans notre monde occidental, l'ébranlement du système capitaliste signifie peut-être son retour et celui de sa double finalité : « La première est la résistance à la cruauté et à la barbarie. La seconde est l'accomplissement de la vie humaine » (*Ibid.*). Concernant les marchés financiers, il est intéressant de noter ici que certains de ses praticiens n'hésitent plus à afficher cette aspiration éthique comme moteur de l'activité. C'est notamment le cas de Pierre de Lauzun, particulièrement représentatif du *brokerage* puisque Délégué Général de l'AMAFI, l'Association des Marchés Financiers qui regroupe les professionnels de la Bourse en France. Il reste cependant plus sur le plan moral mais ouvre la voie :

*« Le rôle de la morale est de dire ce qu'il est objectivement bon de faire dans une situation donnée : il n'y a donc pas de jugement moral sans connaissance technique du sujet. La finance de marché est là pour collecter l'épargne et l'investir dans des projets qui le justifient et préparent notre avenir. C'est une responsabilité considérable, et en même temps aléatoire : le futur n'est ni connu ni maîtrisable, et les critères de choix complexes et multiples. Il est donc collectivement important que ces choix s'exercent dans le meilleur sens possible. Ce qui intéresse la morale. [...] En même temps, résultant de l'interaction d'opérateurs libres ayant leurs priorités et valeurs, y compris morales, le marché reflète celles-ci, et donc celles de la société concernée. En un sens une société a le marché financier qui lui correspond, selon les priorités des participants. Un tel souci moral implique notamment de réfléchir autant que possible aux conséquences de ses actes. [...] L'attitude personnelle est donc centrale », (De Lauzun, 2011).*

Souhaitons avec lui que les acteurs du *brokerage* (mais pas seulement) vont, comme préconisé par Pascal, travailler à bien penser. Il conviendra peut-être en cela qu'ils soient aidés par d'autres dimensions et plus particulièrement par le politique. « Le capitalisme est une métaphysique politique (du contrôle et de l'engagement) et le travail de la critique consiste à lui opposer une autre métaphysique (celle de la justice et de la sécurité) », (Hatchuel, 2001) ; espérons que les deux métaphysiques se rencontrent. Dans le cadre de cette recherche en stratégie, nous ne pouvons que proposer quelques pistes de réflexions qui pourront contribuer à repenser l'agir stratégique de ces médiateurs que sont les *brokers*, de façon responsable ou tout au moins raisonnable.

## Conclusion du chapitre

Les brokers sont des médiateurs au sens de Latour (2005) : ils font faire quelque chose à quelqu'un puisqu'ils font acheter et vendre ; ils participent à la mise en forme de l'information déclenchant les stimuli acheteurs et vendeurs. Pour reprendre Callon (1986), ils sont là pour traduire, c'est-à-dire exprimer dans leur propre langage ce que les autres disent et veulent, ils s'érigent alors en porte-parole.

*« La pratique de la stratégie revient à aligner les objectifs des acteurs, à faire en sorte que les préoccupations des uns se trouvent infléchies par les préoccupations des autres, que des intérêts communs apparaissent. La construction d'une stratégie est un processus par lequel un monde social et naturel se met progressivement en forme et se stabilise avant d'être un résultat »* (Pénan, 2010).

Ainsi, si nous prenons le cas des analystes financiers qui parlent au nom des petites sociétés dont les titres ne sont pas très liquides, alors l'analyste financier n'est pas seulement un fournisseur d'informations formées (Beunza et Garud, 2007, « *frame-makers* »). L'analyste, au-delà de fournir les catégories à partir desquelles l'information sera ou pas reçue, contribue dans le cas de petites capitalisations, à la stratégie de l'entreprise – de façon beaucoup plus importante que pour des grands groupes cotés. Il y a dans ce travail de recherche, le passage d'une vision statique classique (économie financière) à une vision ancrée sur les processus (*strategizing*) fondement du déploiement des stratégies par les acteurs du *brokerage*. Ce changement de perspective souligne leur positionnement, un positionnement qui les rend très importants dans la construction des marchés financiers. C'est donc par eux, si prise de conscience collective et éthique il y a, que les pratiques peuvent évoluer et se stabiliser en une Praxis plus raisonnable.



## **CONCLUSION GÉNÉRALE**



*« La liberté individuelle représente à la fois une valeur essentielle qui intervient dans toute évaluation de la société et le produit de l'organisation sociale »*

Amartya Sen (1999, Reed. 2004).

*« Et pour celui-là qui est solidaire des hommes, l'homme n'est point simple mot de son vocabulaire, l'homme est ce dont il est responsable. »*

Saint-Exupéry, (1948 réed. 2000).

Dans cette conclusion générale, nous proposons dans un premier temps une synthèse de la thèse développée jusqu'ici, puis les contributions aussi bien sur le plan théorique que pratique et, enfin, une discussion sur les limites de ce travail de recherche ainsi que les prolongements envisagés.

## **Synthèse**

Comme signalé dès l'introduction générale, cette thèse s'ancre dès son origine dans l'expérience professionnelle que nous avons eu des marchés financiers de type *cash-equity* ou marché des actions. Cette expérience nous avait permis de ressentir, déjà avant la crise de 2008, un malaise diffus des opérateurs de marché impliqués dans l'activité dite de *brokerage* et dans les organisations qui le caractérisent : les Prestataires de Service en Investissement (PSI). Lors de notre changement d'activité pour embrasser une carrière d'enseignant-chercheur, l'étude de cette situation s'est imposée d'autant plus que la place occupée par les marchés financiers dans notre système économique comme notre Société semblait tentaculaire mais en décalage par rapport à ce sentiment de malaise incompréhensible vu de l'extérieur. Face à une littérature académique en sciences de gestion finalement assez pauvre à cette époque par rapport à notre préoccupation, si ce n'est dans le courant des microstructures et en sociologie de la finance, nous avons pris le parti de décentrer notre regard avec une approche par le management stratégique. Ce dernier nous semblait une clé d'entrée nouvelle pour comprendre de façon intégrative ce qui se passait et pouvait expliquer les ressorts de l'activité de *brokerage*. Notre question centrale a été de comprendre la formation de la stratégie par le prisme de l'agir stratégique ou *strategizing* considéré par ceux qui le construisent, les

praticiens eux-mêmes, tout en prenant en compte la complexité du système étudié. Ce travail trouvait aisément une inscription dans la perspective de la *Strategy-As-Practice*, perspective dont il a fallu cependant dépasser les questionnements épistémologiques et méthodologiques. Le constructivisme pragmatique et une méthodologie inspirée de la *Grounded Theory* avec comme outil principal le récit de pratiques nous ont aidé à aborder un vaste terrain d'étude demandant de concilier divers niveaux d'appréhension (macro, méso, micro) pour tenter de ne pas trop perdre de la richesse et éviter de produire une modélisation trop réductrice ou partielle. Partir de l'expérience des praticiens nous a aussi permis d'intégrer une part de créativité, celle de ces acteurs comme la nôtre en tant que chercheur. Nous avons pu ainsi aboutir à une modélisation combinant diverses théories et il s'est agi de construire un système porteur de connaissances actionnables. Le travail théorique comme empirique s'est situé à différents niveaux demandant des emprunts éclectiques à articuler pour comprendre les situations étudiées et ouvrir des pistes susceptibles d'entraîner une réflexion potentiellement porteuse de renouvellement. Nous pensons que la modélisation développée permet de cerner la dynamique du travail de légitimation au cœur de l'agir stratégique ; elle souligne ses implications sur le travail institutionnel et la place essentielle des individus à la recherche d'un certain sens dans leurs activités professionnelles comme dans leur vie quotidienne. Elle favorise des allers-retours constants entre théorie et pratique pour échanger de façon constructive dans un esprit qui correspond à notre vision du management stratégique et dont la perspective SaP est porteuse. C'est d'ailleurs à cette perspective que cette thèse contribue le plus, selon nous, en répondant aux points soulignés par Vaara et Whittington (2012) à savoir :

« [...] First, SaP research primarily draws on sociological theories of practice rather than economic theories, [...] Second, SaP broadens the scope of what strategy research explains, [...] Third, this broader explanatory remit has helped to widen the types of organizations studied, [...] Fourth, SaP has achieved a substantial methodological shift »<sup>88</sup>.

Reprenons les dans ce qui suit.

---

<sup>88</sup> 1/ « Premièrement, la recherche SaP se fonde sur les théories sociologiques de la pratique plutôt que sur des théories économiques ». 2/ « Deuxièmement, la Sap élargit le champ de la recherche en stratégie ». 3/ « Troisièmement, ce regard élargi de la stratégie permet de mieux comprendre les organisations étudiées ». 4/ « Quatrièmement, la SaP a permis un changement méthodologique substantiel ».

## **Contributions**

### **1/ « First, SaP research primarily draws on sociological theories of practice rather than economic theories »**

Notre modélisation avec les éclairages théoriques que nous empruntons à la sociologie de la pratique – notamment avec Weick –, nous permet d'appréhender l'agir stratégique en tant que flux continu mais aussi constitutif de façons de faire et d'outils qui vont plus ou moins se stabiliser autour d'un modèle momentanément partagé. Ceci nous rapproche de la conception de la stratégie telle que nous l'avons développée au chapitre 2 et permet d'entrer dans le moteur qui anime la formation de la stratégie, d'en voir les rouages aussi bien que l'alimentation et la force. La stratégie, entendue avec les attracteurs de Martinet (1993, 2000), se construit bien dans un continuum de glissements plus ou moins brusques entre les différents modèles avec des logiques soutenues – ou non – par des praticiens interagissant dans le projet commun qu'est l'organisation pour s'adapter voire anticiper. Nous sommes dans une perspective de la stratégie qui est dynamique et peut dépasser la division du champ entre contenu et processus. La SaP est alors ici bien entendue comme un courant qui souligne que la stratégie n'est pas seulement ce que l'on a mais aussi ce que l'on fait, c'est aussi un courant qui met l'accent sur le *strategizing*.

Comme Whittington (2007), notamment face aux polémiques sur la SaP comme processus, il convient bien de distinguer SaP et processus stratégique. La perspective de la pratique permet de ne pas tomber dans une vision dichotomique entre contenu et processus, les deux étant les deux faces d'un même phénomène et se complétant. La stratégie est plus large que l'agir stratégique ; elle l'englobe car comprenant du processus comme de la substance, du contenu. La SaP incluant une vision par la sociologie oblige à dépasser la dichotomie et considère la stratégie comme un phénomène de Société.

« The sociological eye [...] encourages us to see strategy in all its manifestations, and as both widely connected and deeply embedded in particular societies »<sup>89</sup> (Whittington, 2007).

Ce travail de recherche, en fait, contribue à souligner une tout autre distinction que processus versus contenu : ce n'est pas la stratégie, même sous l'angle de la pratique, qui est processus, mais c'est le *strategizing* qui est porteur du processus et qui va potentiellement

---

<sup>89</sup> Notre traduction : « Le regard sociologique [...] nous encourage à voir la stratégie dans toutes ses manifestations, mais à la fois très connectée et profondément encastrée dans des sociétés spécifiques ».

créer du contenu renouvelable pour favoriser adaptation voire survie de certaines activités ou organisations.

Dans les diverses approches de la SaP, cette distinction n'est pas toujours clairement énoncée et conduit à une certaine confusion. Ainsi, lorsque Ikavalko (2005) écrit « *strategy process* », c'est « *strategizing* » qu'il faudrait lire :

« The strategy process is treated as a social system, in which knowledgeable purposive agents create the structures, while, at the same time, these same structures constrain and enable their choices with differentiated practices : Institutionalized and loosely-coupled; Established and recurrent; Individualized and stochastic; and Individualized and systemic practices. However, it is the practitioners who, by the actual use of practices, define the meaning of the practices. [...]. It is noticed that the logics of action strive not only for strategy implementation, but also strategic renewal. The relations of the logics of action and different types of practices are described in general and also across the organizations. Instead of a homogenous entity, strategy process is seen as a repertoire of practices (relevance of various practices, including those that are not part of the official strategy process) »<sup>90</sup>.

À ce stade, si nous reprenons notre ambition déclarée au chapitre 2, à savoir intégrer la perspective de la SaP avec (ou dans) le *framework* repris à Chakravarthy et White (2002, 2007 2<sup>ème</sup> éd.), nous contribuons bien à l'idée que l'agir stratégique est au cœur de la formation de la stratégie. Ceci est souligné par la place centrale du *strategizing* dans le schéma des 3P de la SaP comme celle occupée par ce que Chakravarthy et White (2002, 2007 2<sup>ème</sup> éd.) appellent les « *Core elements of the Strategy Process* ». Ces derniers ne sont que le jeu de la pensée et de l'action dont notre travail de thèse peut être une illustration dans le cas du *brokerage*. Cet agir stratégique est bien en interaction avec les divers niveaux de contextes retenus par Chakravarthy et White (2002, 2007 2<sup>ème</sup> éd.) : *Business* et *Organizational*, *Business Context*, *Organizational Context*. Il contribue aussi à construire des outils, des *Business Models*, du contenu plus ou moins temporaire selon le jeu des interactions telles que soulignées par notre modélisation. Cependant, cette intégration ne permet pas une mise en tension entre processus *versus* acteurs comme annoncée alors. Elle n'est pas la combinaison de SaP avec Processus mais celle du *Strategizing* et du Processus contribuant à dévoiler alors comment celui-ci est habité, animé.

---

<sup>90</sup> Notre traduction : « Le processus de la stratégie est considéré comme un système social, dans lequel les agents compétents créent les structures, tandis que, simultanément, ces mêmes structures limitent et favorisent leurs choix avec diverses pratiques : institutionnalisées et faiblement couplées ; stables et récurrentes ; individualisées et stochastiques ; individualisées et systémiques. Toutefois, ce sont les praticiens qui, par l'utilisation qu'ils font de ces pratiques, en définissent le sens. [...]. On remarque que les logiques d'action s'appliquent non seulement pour la mise en œuvre de la stratégie, mais aussi pour le renouvellement stratégique. Les relations entre les logiques d'action et les différents types de pratiques sont décrites de manière générale et aussi à travers les organisations. Au lieu d'une entité homogène, un processus stratégique est vu comme un répertoire de pratiques (pertinence des pratiques diverses, y compris celles qui ne font pas partie du processus officiel de stratégie) ».

Malgré une littérature conséquente en stratégie et maintenant en SaP, l'agir stratégique ou *strategizing* comme moteur ou processus de formation de la stratégie a été peu étudié jusqu'ici. Il faut reconnaître que les recherches empiriques sont assez difficiles à mener car « how social structures and human agency link together in the explanation of action »<sup>91</sup> (Vaara et Whittington, 2012) ? Ici, ce travail n'a été rendu possible que par le design particulier de la recherche en adéquation avec son projet (Jarzabkowski *et al.*, 2007) aussi bien sur les plans épistémologiques que méthodologiques, tels que développés au Chapitre 3. Il a permis de dépasser une vision essentiellement micro centrée, telle que parfois reprochée à la perspective SaP. Rester sur un seul niveau ne permettait pas de saisir avec finesse comment les *brokers* représentent un groupe particulièrement important pour comprendre les marchés financiers, avec quels rôles stratégiques. Surtout, cela ne nous aurait pas permis de voir à quel point, pour eux, la recherche de légitimité était une dimension importante pour l'accomplissement du *strategizing*. Elle est à la fois un but et une ressource dynamique ; elle contribue à créer du sens pour les acteurs impliqués dans le phénomène stratégique et elle les lie à leurs semblables. La stratégie est perçue ici comme intégrative et intégrée en Société, elle élargit la proposition de Martinet selon laquelle la Stratégie est en Société. Ce qui est au cœur de la complexité stratégique, c'est l'agir stratégique et ses raisons d'être. La principale raison pourrait être la survie ou tout au moins une coévolution, une recherche d'adaptation par une quête de légitimité individuelle et collective des *brokers* participant à un ou des systèmes méso ou/et macro. Il s'agit pour eux de pouvoir et savoir se maintenir en justifiant leur raison d'être et de le faire en participant aux évolutions des organisations et de leur contexte au sens large (la Société).

Il est alors ici légitime de se demander si, de façon plus générale, dans les organisations modernes et pas seulement dans les PSI, le *strategizing* ne va pas consister à développer des processus stratégiques de survie et d'adaptation dans les mains de ceux qui le fabriquent (ou façonnent). Nous ne serions finalement pas loin du modèle de vie en Société en général où les individus déploient des stratégies variées pour espérer rester intégrés car sortir, c'est devenir marginal. Ils vont donc soit participer, soit résister ce qui peut être fait frontalement ou parfois seulement à la marge. Dans ce cas, ces individus agissent comme des *middle-men*. Cette notion de *middle-men* est à rapprocher de celle de *middle managers* souvent considérés par le courant SaP comme les oubliés de la recherche en stratégie mais tenant pourtant un rôle essentiel. Les *middle managers* sont ces acteurs qui occupent à la fois une position de

---

<sup>91</sup> Notre traduction : « Comment les structures sociales et l'agencement humain sont reliés pour éclairer l'action ».

subordonnés et des postes de décisions ancrés dans le terrain ; par rapport aux managers, ce sont donc des intermédiaires dans les organisations (Huy, 2002). Dans leur approche, Floyd et Wooldridge (2000) ont aussi souligné l'importante autonomie stratégique dont jouissait ce type de praticiens qui, par leur positionnement même au sein du système, sont au cœur de sa survie. « *Strategy research would profit from observing the behavior of people in the middle* »<sup>92</sup>, (Floyd et Wooldridge, 2000). Cette notion est particulièrement pertinente pour le *brokerage* où l'organigramme est relativement plat. Chacun, dans ses actes quotidiens, se trouve dans une position, à la fois de dépendance directe à son supérieur (souvent l'équipe dirigeante de la banque, actionnaire principal du PSI) et à ses clients, et à la fois de forte autonomie de décision sur les marchés financiers. Le présent travail de recherche contribue aussi à enrichir la littérature sur le rôle et l'agir stratégique des praticiens type *middle-managers*. Même si les travaux dans ce sens se multiplient dans la perspective SaP, « *there is still little research examining what middle-managers can contribute and what can help them fulfil these roles* »<sup>93</sup> (Balogun 2003).

## **2/ « Second, SaP broadens the scope of what strategy research explains »**

Au delà de sa contribution à la perspective SaP, cette thèse interroge indirectement la place de la recherche en stratégie dans les sciences de gestion, son lien avec la pratique ainsi que le rôle des praticiens impliqués dans une action de construction sociale qu'est ici le marché financier et qui engage leur responsabilité.

Si la stratégie entend appréhender la complexité des situations qu'elle étudie, il nous semble que cela ne peut passer que par une démarche à la fois transversale, intégrative et contextualisée. Ainsi, dans ce travail de recherche, même si dès l'origine nous nous ancrions en management stratégique, nous sommes passés par d'autres visions comme l'économie, la finance mais aussi la sociologie. Ceci ne signifie pas que notre démarche soit dénaturée, nous avons cherché à comprendre en synthétisant diverses visions transversales et qui se sont avérées complémentaires dans la mesure où elles n'éclairaient ne serait-ce que partiellement des niveaux variés. Or, la stratégie peut être considérée comme multi-niveaux car comment prétendre comprendre un système, proposer une grille de lecture, voire des savoirs potentiellement actionnables en restant sur une approche d'emblée restrictive ? Par sa place à la croisée des chemins dont il n'y a pas à rougir et, plus que tout autres sciences de gestion, la

---

<sup>92</sup> Notre traduction : « La recherche en stratégie gagnerait à observer le comportement des personnes occupant une situation intermédiaire ».

<sup>93</sup> Notre traduction : « Il y a encore peu de recherches examinant ce à quoi les cadres intermédiaires peuvent contribuer et ce qui peut les aider à remplir ces rôles ».

stratégie nous semble porteuse d'une mission, celle d'une réflexion pour mieux agir. Il ne s'agit pas de produire des recettes pour cela mais d'arriver à établir des connexions pour un enrichissement constant entre Théorie et Pratique ouvrant l'espérance de renouvellements porteurs pour et portés par la Société. La stratégie ne peut alors s'inscrire que dans le défi majeur de la pensée contemporaine : penser la complexité (Morin, 1990). Pour se faire, on peut s'appuyer sur divers principes relevés par ce dernier comme le principe hologrammatique et le principe de la boucle récursive<sup>94</sup>.

### **3/ « *Third, this broader explanatory remit has helped to widen the types of organizations studied* »**

Cette thèse offre une vision renouvelée du fonctionnement des marchés financiers de type *cash-equity* et, plus particulièrement, de la place occupée par les intermédiaires de type *broker* fortement impliqués dans la construction même de ces marchés. À la fois, ils les façonnent en y apportant des dimensions et des valeurs extérieures tout en étant, en retour, impactés par ce construit social dans le construit de la Société. Ce positionnement pose la question du rôle et de la responsabilité collective comme individuelle de ces praticiens. Notre recherche souligne qu'ils ne sont pas de simples tuyaux passeurs d'information. Ils peuvent avoir une activité de médiation qui va bien au-delà. Ce positionnement appelle à une prise de conscience de leur responsabilité. Une réflexion est alors à mener, de façon pratique, sur l'intégration de cette dimension sur le plan managérial qui pourrait se traduire, par exemple, par de nouveaux *Business Models* au niveau des organisations de *brokerage* voire des organisations de gestion de fonds, ou encore par une gouvernance revue des marchés financiers.<sup>95</sup>

Cette recherche souligne combien le rôle central des activités de marché ne peut se réduire à des modèles mathématiques mais se présentent plutôt comme un espace de rencontre entre diverses positions parfois divergentes qui produiront éventuellement à un moment donné une forme de consensus. Ceci nous semble être le cas aussi bien pour la formation d'un prix que

---

<sup>94</sup> « Le principe systémique ou organisationnel qui lie la connaissance de parties à la connaissance du tout. [...] ; le principe hologrammatique (qui) met en évidence cet apparent paradoxe des systèmes complexes où non seulement la partie est dans le tout, mais le tout est dans la partie. [...] ; le principe de la boucle rétroactive (qui) permet la connaissance de processus autorégulateurs [...] ; le principe de la boucle récursive (qui) dépasse la notion de régulation pour celle d'autoproduction et auto-organisation [...] ; le principe d'auto-éco-organisation (qui assure autonomie et dépendance à la fois et permet une régénération permanente) ; le principe dialogique (unissant) deux principes ou notions devant s'exclure l'un l'autre, mais qui sont indissociables en une même réalité [...] ; le principe de la réintroduction du connaissant dans toute connaissance (selon lequel) toute connaissance est une reconstruction/ traduction par un esprit/ cerveau dans une culture et un temps donné ».

<sup>95</sup> À ce propos, cf le dossier co-coord. par Bazi et Gialdini (2010) sur « Les acteurs financiers face aux enjeux de la Gouvernance », *Revue Analyse Financière*, n° 37, octobre/novembre/décembre.

pour l'agir stratégique lui-même dans ce système. Notre travail illustre donc la réflexion de Pierre de Lauzun (2011) qui écrit :

*« [...] résultant de l'interaction d'opérateurs libres ayant leurs priorités de valeurs, le marché reflète celles-ci, et donc celles de la société concernée, y compris morales. En un sens, une société a le marché financier qui lui correspond. [...] Le souci moral implique pour tout opérateur de réfléchir aux conséquences de ses actes, autant que possible. Le marché n'est pas intrinsèquement court-termiste: c'est lui qui permet de procurer l'argent le plus long à des projets. Et nul n'est obligé d'être obsédé par les profits trimestriels. Quand on critique ce genre de comportement, ce n'est pas le marché comme tel qui est en cause, mais la hiérarchie des comportements et valeurs. Et ce n'est pas la réglementation qui donnera une réponse, mais les priorités collectives ou individuelles ».*

Nous espérons que cette thèse contribuera à élargir le débat autour de la question de la place des marchés financiers en Société. Lors de la phase empirique de ce travail, nous avons rencontré peu de machines calculatrices mais beaucoup d'hommes conscients des limites du système dans lequel ils étaient et de l'urgence qu'il y avait à le réformer ou tout au moins à le renouveler. Il nous semble, qu'à l'heure où sont soulevés des points essentiels quant au devenir de nos systèmes économiques, financiers et sociaux, il soit capital de pouvoir regarder au-delà des modèles jusque là proposés et qu'il soit souhaitable que des passerelles se mettent en place. Martinet et Reynaud (2004) présentent deux référentiels « le financier » et « le durable » qui s'opposent notamment par leurs caractéristiques épistémologiques. Elles sont pour le premier « simplicité, lisibilité externe, standardisation, rationalité conventionnelle, mimétisme, abstraction » alors que le second présente « complexité, légitimation interne et externe, singularité, rationalités multiples, originalité, contextualisation ». Nous pensons cependant qu'un glissement pourrait s'opérer vers le deuxième modèle dit « durable ».

#### **4/ « Fourth, SaP has achieved a substantial methodological shift ».**

La contribution méthodologique de cette thèse n'est pas de premier ordre dans la mesure où il n'y a pas eu création. Elle peut cependant illustrer ce qui nous semble essentiel pour participer à un renouvellement de la recherche en management stratégique : une forme de rigueur. Elle donne aussi un exemple d'outillage pour travailler sur divers niveaux et capturer finement des éléments susceptibles d'éclairer des situations complexes. C'est là un défi majeur à l'heure d'une crise financière qui est aussi le signe de remises en question plus profondes sur les moyens d'aborder la recherche en sciences de gestion.

Tout d'abord, il y a eu la recherche d'une certaine rigueur scientifique en dehors des canons positivistes encore dominants en management stratégique (Dameron et Durand, 2011). En effet, s'il s'est essentiellement agi de recombinaison l'existant, nous nous sommes attachés à

souligner une certaine cohérence. C'est d'abord le cas en reliant le choix de la perspective SaP avec notre positionnement philosophique et épistémologique par le pragmatisme. C'est encore le cas en développant une démarche d'enquête ancrée dans une relecture de la *Grounded Theory* qui s'harmonise avec ce positionnement jusqu'à reprendre une boucle de connaissance inspirée par Peirce et Dewey.

Ensuite, il y a eu croisement d'outils méthodologiques qualitatifs pour une meilleure prise en compte d'une approche multi-niveaux et une fertilisation. Nous rejoignons en cela la préoccupation croissante de chercheurs francophones en management et stratégie comme indiqué par l'appel à communication sur ce sujet du groupe thématique « Méthodologie » de l'AIMS pour le printemps 2013. Parmi ces outils, le récit de pratiques a particulièrement retenu notre attention et s'est avéré capital dans notre travail de recherche qui tend ainsi à donner un exemple supplémentaire pour étudier le *Strategizing* à travers sa dimension narrative dans la lignée des préconisations de Rouleau (2003, 2010).

### ***Limites et perspectives***

Les supposés apports présentés ci-dessus ne doivent cependant pas nous faire oublier d'avoir un regard critique sur ce travail de recherche et les suites que nous entendons y donner car nous le considérons comme une première boucle, évidemment inachevée, de construction de connaissance.

Les principales limites de cette thèse sont essentiellement de trois ordres :

1/ La première limite est d'ordre méthodologique. Comme nous l'avons vu précédemment, il a été nécessaire de croiser divers outils pour capturer la complexité de notre sujet et travailler sur différents niveaux. Cela a permis d'obtenir des matériaux riches qui ont été très lourds sur le plan empirique aussi bien au moment du recueil que du traitement. Malgré une telle quantité de matériaux, un tel projet de recherche aurait peut-être aussi mérité par son ambition, de multiplier encore les approches empiriques, par de l'observation directe par exemple, et de continuer à les croiser. Cette situation a provoqué chez nous de nombreuses questions sur la solitude du chercheur dans un travail de recherche mais ce n'est pas vraiment envisageable de faire du collectif dans une thèse qui est par définition un exercice solitaire. Des collaborations pourraient être envisagées ultérieurement.

2/ Une deuxième limite est que notre sujet est focalisé sur un système (celui des marchés financiers), ses organisations caractéristiques que sont les PSI et ses praticiens avec une activité le *brokerage* qui est très spécifique. Si cette thèse permet de mieux comprendre ce qui est au cœur de l'agir stratégique ou *strategizing* dans ce système, elle ne permet pas de tirer de conclusion plus générale. En effet, la recherche de légitimité qui apparaît centrale ici en tant que motrice et éclairant la formation de la stratégie, n'est peut-être significative que dans notre domaine d'étude. Il faudrait pouvoir comparer d'autres systèmes avec leurs organisations et leurs acteurs pour comprendre si l'agir stratégique se construit de façon similaire. Peut-on penser une généralisation de la modélisation construite ici, des variantes, ou toute autre chose ?

3/ La dernière limite est que nous avons argué d'une approche qui parle d'actionnabilité de la recherche mais qui finalement ici développe peu de propositions concrètes mais seulement quelques pistes générales. Les marchés financiers sont des construits humains ; la plupart des problèmes qui y sont perçus, sont à traiter à la fois de façon globale, réflexive et concrète. Or, nous n'allons pas jusque là puisque l'accent est surtout mis, dans cette thèse, sur une modélisation au sens large qui renouvelle le regard porté sur ce système. Une prochaine étape, qui a déjà démarrée dans le chemin de la recherche tel que nous l'envisageons, tend vers cette actionnabilité.

En ce qui nous concerne, nous voyons donc notre poursuite dans le monde universitaire, à l'instar des *brokers*, c'est-à-dire comme un médiateur. Rappelons que notre ligne directrice demeure le dialogue que nous estimons indispensable et opportun entre Théorie versus Pratique. Nous rejoignons en cela la figure de Carton et Dameron (2012) du chercheur proposant une « diffusion de connaissance par co-production asynchrone ». C'est pourquoi cette thèse n'est pour nous qu'un premier pas qui, par son formalisme, nous permet de répondre aux critères de l'éligibilité académique. Mais ses prolongements directs consistent précisément aujourd'hui en une connaissance actionnable. Cette actionnabilité se traduit à la fois dans la démarche pédagogique que nous mettons en œuvre au sein de la formation en « Finance et Marchés » dont nous sommes actuellement responsable mais aussi par la création d'une chaire de recherche en étroite collaboration avec des praticiens et qui pose la question du financement d'entreprises oubliées par les acteurs du marché du fait même du *Business Model* des PSI. L'exercice de l'enseignant-chercheur pour intégrer Recherche, Pratique et Pédagogie, tout en espérant maintenir le cap de la responsabilité qui lui incombe, n'est certes pas facile mais il reste passionnant !

# Bibliographie

- ABBOTT A., (1988), *The system of professions: An essay on the division of expert labor*, Chicago, University of Chicago Press.
- ABOLAFIA M., (1984), « Structured anarchy: formal organization in the commodities futures market », *in* : P. A. Adler et P. Adler, (éds.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, Greenwich, Conn. : JAI Press, pp. 129-142.
- ABOLAFIA M. Y., (1996), *Making Markets: Opportunism and restraint on Wall Street*, Cambridge, Harvard University Press.
- ABOLAFIA M., (1998), « Markets as cultures: an ethnographic approach », *in* : M. Callon, (éd.), *The Law of the Markets*, Oxford, Blackwell Publishers/The Sociological Review, pp. 69-85.
- ABOLAFIA M., (2001), *Making markets: Opportunism and restraint on Wall Street*, Cambridge, Harvard University Press.
- ADLER P. A. et ADLER P., (1984), *The Social Dynamics of Financial Markets*, Greenwich, Conn.: JAI Press
- AKTAS N., (2004), « La finance comportementale : un état des lieux », *Reflets et Perspectives*, vol. 43, n° 2, pp. 19-33.
- ALBERT M. N. et AVENIER M. J., (2011), « Légitimation de savoirs élaborés dans une épistémologie constructiviste à partir de l'expérience de praticiens », *Recherches qualitatives*, vol. 30, n° 2, pp. 22-47.
- ALBOUY M., (2009), « Concilier finance et management », *Revue française de gestion*, vol. 35, n° 8, pp. 17-27.
- ALEXANDRE H., (2001), *L'individu face au marché*, Paris, EMS.
- ALLEN F. et GALE D., (2004), « Financial fragility, liquidity, and asset prices », *Journal of the European Economic Association*, vol. 2, n° 6, pp. 1015-1048.
- ALLEN F. et SANTOMERO A. M., (1997), « The theory of financial intermediation », *Journal of Banking & Finance*, vol. 21, n° 11, pp. 1461-1485.
- AMABILE S., (1997), *De la veille stratégique à l'attention organisationnelle : le réseau d'attention des mutuelles niortaises*, thèse de doctorat en sciences de gestion, Université d'Aix-Marseille 3.
- ANDREWS K. R., (1971, rééd.1987), *The concept of Corporate Strategy*, New-York, Richard D. Irwin.
- ANSOFF H. I., (1965), *Corporate strategy: business policy for growth and expansion*, New York, McGraw-Hill Book.
- ANSOFF H. I., (1975), « Managing strategic surprise by response to weak signals », *California management review*, vol. 18, n° 2, pp. 21-33.
- ARISTOTE, (1962), *La Politique*, Paris, Vrin.
- ARISTOTE, (2004) *Traité du ciel*, traduit par C. Dalimier et P. Pellegrin, Coll. : « Garnier

- Flammarion/Philosophie », Paris, Flammarion.
- ARROW K., (1974), *The limits of organization*, New York, Norton.
- ASHFORTH B. E. et GIBBS B. W., (1990), « The double-edge of organizational legitimation », *Organization science*, vol. 1, n° 2, pp. 177-194.
- AUTORITÉ DE CONTRÔLE PRUDENTIEL, (2012), *Bilan 2011 et perspectives?*, Banque de France.
- AVENIER M.-J. et BARTUNEK J., (2010), « Bridging a Supposedly Unbridgeable gap: Elaborating Scientific Knowledge From and For Practice », 10<sup>th</sup> EURAM Annual Conference : « Back to the Future », 19 au 22 mai, Rome.
- AVENIER M.-J. et GAVARD-PERRET M. L., (2008), « Inscrire son projet de recherche dans un cadre épistémologique », *in*: M.-L. Gavard-Perret, D. Gotteland, Ch. Haon et A. Jolibert, *Méthodologie de la Recherche-Réussir son mémoire ou sa thèse en sciences de gestion*, Coll. : « Éco gestion », Montreuil, Pearson Éducation, pp. 4-45.
- AVENIER M.-J. et GIALDINI L., (2009a), « A Methodological Framework for Capturing Practitioners' Knowledge », EURAM Annual Conference, 12 mai, Liverpool.
- AVENIER M.-J. et GIALDINI L., (2009b), « De la connaissance pratique à l'élaboration de savoirs académiques en management stratégique : un cadre méthodologique », XVIII<sup>ème</sup> Conférence internationale de Management stratégique (AIMS), Grenoble École de Management, IAE de Grenoble, 2 au 5 juin, Grenoble.
- AVENIER M.-J. et THOMAS C., (2011), « Mixer quali et quanti pour quoi faire? Méthodologie sans épistémologie n'est que ruine de réflexion », Communication à la Journée de l'Atelier Méthodologie de Recherche de l'AIMS : « Les approches mixtes : combiner quantitatif et qualitatif », 31 mars, Caen.
- AVENIER M.-J., (1997), « Une conception de l'action stratégique en milieu complexe : la stratégie tâtonnante », *in*: M. J. Avenier, (coord.), *La stratégie chemin faisant*, Paris, Economica, pp. 7-35.
- AVENIER M.-J., (1999), « La complexité appelle une stratégie chemin faisant », *Gestion 2000*, vol. 5, n° 99, pp. 13-44.
- AVENIER M.-J., (2000), *Ingénierie des pratiques collectives : la cordée et le quatuor*, Paris, L'Harmattan.
- AVENIER M.-J., (2007), « Repères pour la transformation d'expérience en science avec conscience », *in*: M.-J. Avenier et C. Schmitt, (éds.), *La construction des savoirs pour l'action*, Paris, L'Harmattan, pp. 140-170.
- AVENIER M.-J., (2008), « Une démarche méthodologique pour l'enrichissement réciproque entre théories et pratiques de gestion », Congrès du réseau des IAE, 11 et 12 septembre, Lille.
- AVENIER M.-J., (2009), « Franchir un fossé réputé infranchissable : construire des savoirs scientifiques pertinents pour la pratique », *Management & avenir*, n° 30, 2009/10, pp. 188-206.
- AVENIER M.-J., (2010), « Shaping a Constructivist View of Organizational Design Science », *Organization Studies*, vol. 31, n° 9 et 10, pp. 1229-1251.
- AVENIER M.-J., (2011), « Les paradigmes épistémologiques constructivistes: post-modernisme ou pragmatisme ? », *Management & avenir*, n° 43, 2011/3, pp. 372-391.

- BACHELARD G., (1934), *Le nouvel esprit scientifique*, Paris, F. Alcan.
- BAGEHOT W., (1971), « The only game in town », *Financial Analysts Journal*, vol. 27, n° 2, pp. 12-14.
- BAKER W., (1984), « The social structure of a national securities market », *American Journal of Sociology*, vol. 89, n° 4, pp. 775-811.
- BALOGUN J. et JOHNSON G., (2004), « Organizational Restructuring and Middle Manager Sensemaking », *Academy of Management Journal*, vol. 47, n° 4, pp. 523-549.
- BALOGUN J., HUFF A. et JOHNSON P., (2003), « Three responses to the methodological challenges of studying strategizing », *Journal of Management Studies*, vol. 40, n° 1, pp. 197-224.
- BALOGUN J., (2003), « From blaming the middle to harnessing its potential: creating change intermediaries », *British Journal of Management*, vol. 14, n° 1, pp. 69-84
- BARKER R. G., (1998), « The Market for Information/Evidence From Finance Directors, Analysts and Fund Managers », *Accounting and business Research*, vol. 29, n° 1, pp. 3-20.
- BARTUNEK J. M. et RYNES S. L., (2010), « The construction and contributions of implications for practice: what's in them and what might they offer? », *Academy of Management Learning & Education*, vol. 9, n° 1, pp. 100-117.
- BATESON G., (1972), *Steps to an Ecology of Mind*, New York, Balantine.
- BAZI V. et GIALDINI L., (2010), « Les acteurs financiers face aux enjeux de la Gouvernance », *Revue Analyse Financière*, n° 37, octobre/novembre/décembre, p. 12.
- BELZE L. et SPIESER P., (2005), *Histoire de la finance*, Paris, Vuibert.
- BENSEDRINE J. et DEMIL B., (1998), « L'approche néo-institutionnelle des organisations », in : H. Laroche, J-P. Nioche, (dirs.), *Repenser la stratégie : fondements et perspectives*, Paris, Vuibert, pp. 85-110.
- BENSTON G. J. et SMITH C. W. J., (1976), « A transactions cost approach to the theory of financial intermediation », *The Journal of Finance*, vol. 31, n° 2, pp. 215-215.
- BERGER P. L. et LUCKMANN T., (1966), *The social construction of reality: A treatise in the sociology of knowledge*, New York, Doubleday.
- BERNSTEIN P., (2000), *Des Idées Capitales*, Paris, PUF.
- BERTAUX D., (1974), « Mobilité sociale biographique. Une critique de l'approche transversale », *Revue française de sociologie*, vol. 15, n° 2, pp. 329-362.
- BERTAUX D., (1977), *Destins personnels et structure de classe. Pour une critique de l'anthropologie politique*, Paris, PUF.
- BERTAUX D., (1980), « L'approche biographique : sa validité méthodologique, ses potentialités », *Cahiers internationaux de sociologie*, vol. 69, 1980/2, pp. 197-225.
- BERTAUX D., (1997), *Les récits de vie. Perspectives ethnosociologiques*, Paris, Armand Colin.
- BEUNZA D. et GARUD R., (2007), « Calculators, lemmings or frame-makers? The intermediary role of securities analysts », *The sociological review*, vol. 55, supplement S2, pp. 13-39.
- BEUNZA D. et MUNIESA F., (2005), « Listening to the spread plot », in : B. Latour et P. Weibel, (dirs.), *Making Things Public: Atmospheres of Democracy*, Cambridge, MIT

- Press, pp. 628-633.
- BEUNZA D. et STARK D., (2004), « Tools of the trade: the socio-technology of arbitrage in a Wall Street trading room », *Industrial and Corporate Change*, vol. 13, n° 2, pp. 369-400.
- BEUNZA D., MACKENZIE D., MILLO Y. et PARDO-GUERRA J. P., (2011), « Impersonal efficiency and the dangers of a fully automated securities exchange », *Foresight Driver Review*- DR 11, Londres, Foresight.
- BHATTACHARYA S. A., BOOT W. A. et THAKOR A. V., (1998), « The economics of bank regulation », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 30, n° 4, pp. 745-770.
- BIGLAISER G. et FRIEDMAN J. W., (1994), « Middlemen as guarantors of quality », *International journal of industrial organization*, vol. 12, n° 4, pp. 509-531.
- BIGLAISER G., (1993), « Middlemen as experts », *The RAND journal of Economics*, vol. 24, n° 2, pp. 212-223.
- BLACK F., (1986), « Noise », *Journal of finance*, vol. 41, n° 3, pp. 529-543.
- BLOCH M., (1946, réed. 1990), *L'Étrange Défaite*, Coll. : « Folio Histoire », Paris, Gallimard.
- BODIE Z., GRAY D. F. et MERTON R. C., (2007), « New framework for measuring and managing macrofinancial risk and financial stability », NBER Working Paper n° 13607.
- BOLTANSKI C. et CHIAPELLO E., (1999), *Le nouvel esprit du capitalisme*, Paris, Gallimard.
- BOLTANSKI C. et THÉVENOT L., (1991), *Les économies de la grandeur*, Paris, Gallimard.
- BOUDON R., (1985), « L'individualisme méthodologique », in : *Encyclopaedia Universalis*, suppl. vol. 2, *Les enjeux*, pp. 644-647.
- BOURGUINAT H., (1992), *Finance internationale*, Paris, PUF.
- BOYD J. H. et PRESCOTT E. C., (1986), « Financial intermediary-coalitions », *Journal of Economic Theory*, vol. 38, n° 2, pp. 211-232.
- BRAUDEL F., (1979), *Civilisation matérielle, économie et capitalisme*, Paris, Armand Colin.
- BRAUDEL F., (1985), *La dynamique du capitalisme*, Paris, Arthaud.
- BRENDER A., (2004), *La France face à la mondialisation*, 5<sup>ème</sup> édition, Paris, La Découverte.
- BROWN A. D. et LEWIS M. A., (2011), « Identities, Discipline and Routines », *Organization Studies*, vol. 32, n° 7, pp. 871-895.
- BROWN A. D., (1997), « Narcissism, Identity, and Legitimacy », *The Academy of Management Review*, vol. 22, n° 3, pp. 643-686
- BURGELMAN R. A., (1983), « A process model of internal corporate venturing in the diversified major firm », *Administrative Science Quarterly*, vol. 28, n° 2, pp. 223-244.
- BURLAUD A. et LAUFER R., (1997), « Légitimité », in : P. Joffre, Y. Simon, *Encyclopédie des sciences de gestion*, Paris, Economica, pp. 1754-1772.
- BURT R. S., (1992), *Structural holes: The social structure of competition*, Cambridge, Harvard University Press.
- BURT R. S., (2005), *Brokerage and closure: An introduction to social capital*, Oxford, Oxford University Press.

- BURT R. S., (2007), « Secondhand brokerage: Evidence on the importance of local structure for managers, bankers, and analysts », *Academy of Management Journal*, vol. 50, n° 1, pp. 119-148.
- CALLON M. et MUNIESA F., (2003), « Les marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul », *Réseaux*, vol. 21, n° 122, pp. 189-233.
- CALLON M. et MUNIESA F., (2005), « Economic Markets as Calculative Collective Devices », *Organization Studies*, vol. 26, n° 8, pp. 1229-1250.
- CALLON M., (1986), « Éléments pour une sociologie de la traduction: la domestication des coquilles Saint-Jacques et des marins-pêcheurs dans la baie de Saint-Brieuc », *L'Année sociologique (1940/1948-)*, n° 36, pp. 169-208.
- CALLON M., (1998), *An essay on framing and overflowing: economic externalities revisited by sociology*, Oxford, Blackwell.
- CALLON M., MILLO Y. et MUNIESA F., (2007), *Market Devices*, London, Blackwell.
- CALLON M., (2007), « What Does it Mean to Say that Economics is Performative ? », in : D. MacKenzie, F. Muniesa et L. Siu, (éds.), *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*, Princeton, Princeton University Press, pp. 311-357.
- CALORI R., (2001), « De la connaissance collective ordinaire à la théorie », in : A. Ch. Martinet et R.-A. Thiart, (coord.), *Stratégies: Actualités et futurs de la recherche*, Coll. : « FNEGE », Paris, Vuibert.
- CAMPBELL T. S. et KRACAW W. A., (1980), « Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation », *The Journal of Finance*, vol. 35, n° 4, pp. 863-863.
- CAPELLE-BLANCARD G. et COUPPEY-SOUBEYRAN J., (2003), « Le financement des agents non financiers en Europe : le rôle des intermédiaires financiers demeure prépondérant », *Économie et Statistiques*, n° 366, pp. 63-95.
- CARTON G. et DAMERON S., (2012), « Proposition d'un cadre d'analyse des modes de diffusion de connaissances en management », Actes de la XXI<sup>ème</sup> Conférence de l'AIMS, 3 au 6 juin, Lille.
- CASSIS Y., (2006), *Capitals of Capital: A History of International Financial Centres 1780-2005*, Cambridge, Cambridge University Press.
- CASSIS Y., (2008), *Les capitales du capital: histoire des places financières internationales, 1780-2005*, Coll. : « Champion Classiques Essais », Paris, Honoré Champion.
- CETINA K. K., (2006), « The market », *Theory, culture & society*, vol. 23, n° 2-3, pp. 551-556.
- CETINA K. K. et PREDA A., (2005), *The sociology of financial markets*, Oxford, Oxford University Press.
- CHAKRAVARTHY B. S. et DOZ Y. L., (1992), « Strategy process: Managing corporate self-renewal », *Strategic Management Journal*, vol. 13, n° S1, pp. 5-14.
- CHAKRAVARTHY B. S. et WHITE R. E., (2002, 2007 2<sup>ème</sup> Ed.), « Strategy process: forming, implementing and changing strategies », in : H. Thomas, R. Whittington et A. M. Pettigrew, (éds.), *Handbook of strategy and management*, Londres, Sage Publications Ltd, pp. 183-206.
- CHAMBOST I., (2007), « Contribution à l'analyse de la formation du jugement des analystes

- financiers sell-side », thèse, Conservatoire national des arts et métiers-CNAM, Paris.
- CHARMAZ K., (2000), « Grounded theory: Objectivist and constructivist methods », *in* : N. K. Denzin et Y. S. Lincoln, (éds.), *The Sage Handbook of Qualitative Research*, Thousand Oaks, Sage Publication Ltd, pp. 507-536.
- CHARMAZ K., (2006), *Constructing Grounded theory*, Thousand Oaks, Sage.
- CHARREAUX G., (2001), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI<sup>ème</sup> siècle*, Paris, Economica.
- CHARREIRE S. et HUAULT I., (2001), « Le constructivisme dans la pratique de recherche: une évaluation à partir de seize thèses de doctorat », *Finance contrôle stratégie*, vol. 4, n° 3, pp. 31-55.
- CHIA R. et HOLT R., (2009), *Strategy without design: The silent efficacy of indirect action*, Cambridge, Cambridge University Press.
- CHIAPELLO E., (2004), « L'idéologie dans L'esprit du capitalisme », *in* : E. Mounoud, (coord.), *La stratégie et son double - Autonomie du sujet et emprise idéologique dans l'entreprise*, Coll. « Questions Contemporaines », Paris, L'Harmattan, chap. 6, pp. 197-220.
- CHIAPELLO E., (2005), « Les normes comptables comme institution du capitalisme. Une analyse du passage aux normes IFRS en Europe à partir de 2005 », *Sociologie du travail*, vol. 47, n° 3, pp. 362-382.
- CLEGG S., CARTER C. et KORNBERGER M., (2011), *Strategy: Theory and Practice*, Londres, Sage Publication.
- COMEAU Y., (1994), *L'analyse des données qualitatives*, Coll. : « Cahiers du CRISES : n° 9402 », Montréal, Collectif de recherche sur les innovations sociales dans les entreprises et les syndicats.
- CORCUFF P., (1998), « Justification, stratégie et compassion : apport de la sociologie des régimes d'action », *Correspondances*, n° 51, pp 3-8.
- COSIMANO T. F., (1996), « Intermediation », *Economica*, vol. 63, n° 249, pp. 131-143.
- DAMERON S. et DURAND T., (2011), *Redesigning Management Education and Research: Challenging Proposals from European Scholars*, Cheltenham, Edward Elgar.
- DAMERON S. et TORSET C., (2009), « Strategists in an uncertain world: Practices and tools to face tensions », 29<sup>th</sup> Strategic Management Society Conference (SMS), Washington. Best paper award-nominated.
- DAMERON S. et TORSET C., (2012), « Les stratèges face à la stratégie: tensions et pratiques », *Revue Française de Gestion*, vol. 38, n° 223, pp. 27-41.
- DAVID A., (2004), « Études de cas et généralisation scientifique en sciences de gestion », XIII<sup>ème</sup> Conférence de l'AIMS, 2 au 4 juin, Rouen.
- DE GOEDE M., (2005), *Virtue, fortune, and faith: a genealogy of finance*, Minneapolis MN, University of Minnesota Press.
- DE LAUZUN P., (2011), « De la morale sur les marchés ? », *Revue Banque, Hors-Série*, mai.
- DEEPHOUSE D. et SUCHMAN M., (2008), « Legitimacy in organizational institutionalism », *in* : R. Greenwood, C. Oliver, K. Sahlin et R. Suddaby, *The Sage handbook of organizational institutionalism*, Londres, Sage Publications Ltd, pp. 49-77.

- DEETZ S. A., (1982), « Critical interpretive research in organizational communication », *Western Journal of Communication*, vol. 46, n° 2, pp. 131-149.
- DELEDALLE G., (1967), *L'idée d'expérience dans la philosophie de John Dewey*, Paris, PUF.
- DELEDALLE G., (1971), *Le pragmatisme. Textes choisis*, Paris, Bordas.
- DELEDALLE G., (1990), *Lire Peirce aujourd'hui*, Bruxelles, Éditions Universitaires De Boeck.
- DENCE S., LATTIMORE D. et WHITE J., (2006), « The trader is dead, long live the trader. A financial markets renaissance ! » IBM Institute for Business Value, Lecture Notes, *Computer Science*, vol. 4257.
- DENIS J. L., LANGLEY A. et ROULEAU L., (2004), « La formation des stratégies dans les organisations pluralistes : Vers de nouvelles avenues théoriques », 13<sup>ème</sup> Conférence AIMS, 2 à 4 juin, le Havre.
- DENIS J. L., LANGLEY A. et ROULEAU L., (2007), « Strategizing in pluralistic contexts: Rethinking theoretical frames », *Human Relations*, vol. 60, n° 1, pp. 179-215.
- DESBARRIÈRES N., (2006), *La Bourse et ses Backs-Office*, Paris, Economica.
- DESREUMAUX A., (2007), *Formes de l'agir stratégique*, Coll. : « Méthodes & Recherches », Bruxelles, De Boeck Supérieur.
- DEWEY J., (1938), *The theory of inquiry*, New York, Holt, Rinehart & Wiston.
- DI MAGGIO P. J. et POWELL W. W., (1983), « The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields », *American sociological review*, vol. 48, pp. 147-160.
- DI MAGGIO P. J., (1991), « Introduction », in : P. Powell et J. DiMaggio, (éds.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 1-40.
- DIAMOND D. W., (1984), « Financial intermediation and delegated monitoring », *The Review of Economic Studies*, vol. 51, n° 3, pp. 393-414.
- DIAMOND D. W., (1991), « Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt », *Journal of political Economy*, vol. 99, n° 4, pp. 689-721.
- DOBBIN F., (1994), « Cultural models of organization: The social construction of rational organizing principles », in : D. Crane, (éd.), *The sociology of culture: Emerging Theoretical Perspectives*, pp. 117-141.
- DONALD M., (1991), *Origins of the modern mind: Three stages in the evolution of culture and cognition*, Harvard, Harvard University Press.
- DONALDSON L., (1996), « The normal science of structural contingency theory », in : S. Clegg, C. Hardy, W. R. Nord, (éds.), *Handbook of organization studies*, London and Thousand Oaks, Sage, pp. 57-76 .
- DREMAN D. N. et BERRY M. A., (1995), « Analyst Forecast in Errors and Their Implications For Security Analysis », *Financial Analyst Journal*, vol. 51, n° 3, pp. 30-41.
- DUBAR C. et TRIPIER P., (2003), *Sociologie des professions*, Coll. : « U », Série : « Sociologie », Paris, Armand Colin.
- DUBAR C., (1991), *La socialisation. Construction des identités sociales et professionnelles*, Paris, Armand Colin.
- DUBAR C., (2000), *La crise des identités. L'interprétation d'une mutation*, Paris, PUF.

- DUTTON J. E., ASHFORD S. J., O'NEILL R. M., HAYES E. et WIERBA E. E., (1997), « Reading the wind: How middle managers assess the context for selling issues to top managers », *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 5, pp. 407-423.
- DUTTON J. E., ASHFORD S. J., O'NEILL R. M. et LAWRENCE K. A., (2001), « Moves that matter: Issue selling and organizational change », *Academy of Management Journal*, vol. 44, n° 4, pp. 716-736.
- ECO U., (1973), *Il Segno*, Milan, ISEDI.
- EGGINTON W. et SANDBOTHE M., (2004), *The pragmatic turn in philosophy: contemporary engagements between analytic and continental thought*, Albany NY, State University of New York Press.
- EIKELAND O., (2006), « Condensing ethics and action research Extended review article », *Action Research*, vol. 4, n° 1, pp. 37-47.
- EISENBERG N., (1986), *Altruistic emotion, cognition, and behavior*, Hillsdale (NJ), Lawrence Erlbaum.
- ENDE B., GOMBER P. et LUTAT M., (2009), « Smart order routing technology in the new European equity trading landscape », in : *Software Services for e-Business and e-Society*, 9<sup>th</sup> IFIP WG 6.1 Conference, Boston, Springer, pp. 197-209.
- FAMA E. F., (1965), « The Behavior of Stock-Market Prices », *The Journal of Business*, vol. 38, n° 1, pp. 34-105.
- FAMA E. F., (1970), « Efficient Markets: A review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, pp. 383-417.
- FENDT J. et SACHS W., (2008), « Grounded Theory Method in Management Research Users' Perspectives », *Organizational Research Methods*, vol. 11, n° 3, pp. 430-455.
- FLIGSTEIN N. et DAUTER L., (2007), « The sociology of markets », *Annual Review of Sociology*, vol. 33, pp. 105-128.
- FLIGSTEIN N., (1990), *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge, Harvard University Press.
- FLIGSTEIN N., (2001), « Le mythe du marché », *Actes de la recherche en sciences sociales*, n° 139, pp. 3-12
- FLOYD S. W. et WOOLDRIDGE B., (1990), « Path analysis of the relationship between competitive strategy, information technology, and financial performance », *Journal of Management Information Systems*, vol. 7, n° 1, pp. 47-64.
- FLOYD S. W. et WOOLDRIDGE B., (1994), « Dinosaurs or dynamos? Recognizing middle management's strategic role », *The Academy of Management Executive*, vol. 8, n° 4, pp. 47-57.
- FLOYD S. W. et WOOLDRIDGE B., (1997), « Middle Management Strategic Influence and Organizational Performance », *Journal of Management Studies*, vol. 34, n° 3, pp. 465-483
- FLOYD S. W. et WOOLDRIDGE B., (2000), *Building strategy from the middle*, Londres, Sage Publication Inc.
- FOUCAULT M. et MENKVELD A. J., (2008), « Competition for order flow and smart order routing systems », *The Journal of Finance*, vol. 63, n° 1, pp. 119-158.

- FOUCAULT M., (1975), *Surveiller et punir*, Paris, Gallimard.
- FOUCAULT M., (2001), *L'herméneutique du sujet, cours au collège de France 1982*, Coll. : « Hautes études », Paris, Gallimard, Seuil.
- FOURCADE M. et HEALY K., (2007), « Moral views of market society », *Annual Review of Sociology*, vol. 33, n° 1, pp. 285-311.
- FOURCADE-GOURINCHAS M., (2007), « Theories of Markets and Theories of Society », *American Behavioral Science*, vol. 50, n° 8, pp. 1015-1034.
- GARMAN M. B., (1976), « Market microstructure », *Journal of financial Economics*, vol. 3, n° 3, pp. 257-275.
- GEERTZ C., (1973), *The interpretation of cultures*, New York, Basic books.
- GERGEN K. J., (2001), « Psychological science in a postmodern context », *American psychologist*, vol. 56, n° 10, pp. 803-813.
- GIALDINI L., (2008), « Témoignage d'une conversion de la pratique vers la recherche en gestion », *Revue Chemin de formation*, n° 12, octobre, p. 53.
- GIALDINI L. et LENGLET M., (2012a) « Strategizing in financial markets: The case of brokerage houses on the French stock exchange », 28<sup>ème</sup> colloque EGOS, « Design!?! », 5 au 7 juillet, Helsinki, Finlande
- GIALDINI L. et LENGLET M., (2012b), « Le trader, ses semblables, ses frères : Opérateurs de marchés en situation stratégique », *in*: J. P. Denis, T. Hafsi et A. C. Martinet, (dirs.), *Encyclopédie du Management Stratégique*, Paris, Economica, Chapitre à paraître.
- GIBBINS M., RICHARDSON A. et WATERHOUSE J., (1990), « The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies, and processes », *Journal of Accounting Research*, vol. 28, n° 1, pp. 121-143.
- GIORDANO Y., (2003), *Conduire un projet de recherche. Une perspective qualitative*, Paris, Editions EMS.
- GIRIN J., (1990), « L'analyse empirique des situations de gestion: éléments de théorie et de méthode », *in*: A.-C. Martinet, (coord.), *Épistémologies et sciences de gestion*, Paris, Economica, pp. 141-182.
- GIROD-SÉVILLE M. et PERRET V., (1999), « Considérations épistémologiques » (Fondements épistémologiques de la recherche), *in*: R.-A. Thiétart, (et coll.), *Méthodes de Recherche en Management*, Coll. : « Gestion sup. », Paris, Dunod, chap. 1, pp. 13-33.
- GLASER B. G. et STRAUSS A. L., (1967), *The discovery of grounded theory: Strategies for qualitative research*, Piscataway NJ, Aldine Transaction.
- GLASER B. G., (1992), *Emergence vs forcing: Basics of grounded theory analysis*, Mill Valley CA, Sociology Press.
- GLASER B. G., (1998), *Doing grounded theory: Issues and discussions*, Mill Valley CA, Sociology Press.
- GLASERSFELD E. VON, (1988), « Introduction à un constructivisme radical », *in*: P. Watzlawick, (dir.), *L'invention de la réalité*, Paris, Seuil, pp. 9-43.
- GLASERSFELD E VON, (2001), « The Radical Constructivist View of Science », *Foundations of Science*, numéro spécial, vol. 6, n° 1-3, pp. 31-43.

- GLASERSFELD E. VON, (2005), « Thirty years radical constructivism », *Constructivist Foundations*, vol. 1, n° 1, pp. 9-12.
- GLYNN M. A. et LOUNSBURY M., (2005), « From the Critics' Corner: Logic Blending, Discursive Change and Authenticity in a Cultural Production System », *Journal of Management Studies*, vol. 42, n° 5, pp. 1031-1055.
- GODECHOT O., (2001), *Les traders : essai de sociologie des marchés financiers*, Paris, La Découverte.
- GODECHOT O., (2006), « Hold-up en finance: Les conditions de possibilité des bonus élevés dans l'industrie financière », *Revue française de sociologie*, vol. 47, n° 2, pp. 341-371.
- GODECHOT O., (2007), *Working rich: Salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*, Paris, La Découverte.
- GODECHOT O., GROSSMAN E., HASSOUN J. P. *et al.*, (2000), « Parlons finance ! », manifeste sur le site SSFA – AESF, Social Studies of Finance Association – Association d'études sociales de la finance, novembre.
- GOLDEN-BIDDLE K. et AZUMA J., (2010), « Constructing contribution in “Strategy as Practice” research », *in*: D. Golsorkhi, L. Rouleau, D. Seidl et E. Vaara, (éds.), *Cambridge Handbook of Strategy as Practice*, Cambridge, Cambridge University Press, chap. 5, pp. 79-91.
- GOLSORKHI D., (2006), *La fabrique de la stratégie*, Paris, Vuibert.
- GOMEZ P.-Y., (2001), *La république des actionnaires*, Coll. : « Alternatives Économiques », Paris, Syros.
- GOULDING C., (2002), *Grounded Theory: A Practical Guide for Management, Business and Market Researchers*, Londres, Sage Publications Ltd.
- GRANOVETTER M., (1974), *Getting a Job: a Study of Contacts and Careers*, Cambridge Mass, Harvard University Press.
- GRANOVETTER M., (1985), « Economic Action and Social Structure: the Problem of Embeddedness », *American Journal of Sociology*, vol. 91, n° 3, pp. 481-510.
- GRANOVETTER M., (1990), « The old and the new economic sociology: A history and an agenda », *in*: R. Friedlang et A. F. Richardson, (dir.), *Beyond the Marketplace: Rethinking Economy and Society*, New York, Aldine de Gruyter, pp. 89-112
- GRANOVETTER M., (1994), « Les Institutions Economiques comme Constructions Sociales : un Cadre d'Analyse », *in*: A. Orléan, (dir), *Analyse Économique des Conventions*, Paris, PUF, chap. 3, pp. 79-94.
- GREENWOOD R. et HININGS C. R., (1996), « Understanding radical organizational change: Bringing together the old and the new institutionalism », *Academy of Management. The Academy of Management Review*, vol. 21, n° 4, pp. 1022-1022.
- GREENWOOD R., HININGS C. R. et SUDDABY R., (2002), « Theorizing change: The role of professional associations in the transformation of institutionalized fields », *Academy of Management Journal*, vol. 45, n° 1, pp. 58-80.
- GROSSMAN S. J. et STIGLITZ J. E., (1980), « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *The American Economic Review*, vol. 70, n° 3, pp. 393-393.

- GUBA E. G. et LINCOLN Y. S., (1994, 1998), « Competing paradigms in qualitative research », *in*: N. K. Denzin et Y. S. Lincoln, (éds.), *Handbook of qualitative research*, pp. 105-107.
- GUBA E. G. et LINCOLN Y. S., (1989), *Fourth generation evaluation*, Londres, Sage Publications Ltd.
- GUILLEMETTE F., (2006), « L'approche de la Grounded Theory; pour innover », *Recherches qualitatives*, vol. 26, n° 1, pp. 32-50.
- GURLEY J. G. et SHAW E. S., (1960), *Money in a Theory of Finance*, Washington, DC, Brookings Institution.
- HABERMAS J., (1975), *Théorie et pratique*, Paris, Payot.
- HABERMAS J., (1978), *Raison et légitimité*, Paris, Payot.
- HABERMAS J., (2002), *L'avenir de la nature humaine. Vers un eugénisme libéral ?*, Paris, Gallimard.
- HACKETT S. C., (1992), « A Comparative Analysis of Merchant and Broker Intermediation », *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 18, n° 3, pp. 299-315.
- HAMEL G., (1997), *Competing for the future*, Boston MA, Harvard Business School Press.
- HAMEL G. et PRAHALAD C. K., (1990), « The core Competence of the Corporation », *Harvard Business Review*, vol.68, n° 3, pp. 79-93.
- HASSOUN J.-P., (2000), « Le surnom et ses usages sur les marchés à la criée du Matif », *Genèses*, vol. 41, pp. 5-40.
- HASSOUN J.-P., (2005), « Dernières séances au palais Brongniart (1988 et 1998). Évènements et contre- événements », *Ethnologie française*, vol. 35, 2005/4, pp. 627-642.
- HATCHUEL A., (1995), « Les marchés à prescripteurs. Crises de l'échange et genèse sociale », *in*: A. Jacob et H. Vérin, (éds.), *L'inscription sociale du marché*, Paris, L'Harmattan, pp. 203-224.
- HATCHUEL A., (2001), « Towards design theory and expandable rationality: the unfinished program of Herbert Simon », *Journal of management and governance*, vol. 5, n° 3, pp. 260-273.
- HAUTCOEUR P. C., LAGNEAU-YMONET P. et RIVA A., (2010), « L'information boursière comme bien public. Enjeux et perspectives de la révision de la directive européenne "Marchés d'instruments financiers" », *Revue d'Économie financière*, n° 98-99, pp. 297-315.
- HICKS J. R., (1974), « Capital Controversies: Ancient and Modern », *American Economic Review*, vol. 64, n° 2, pp. 307-316.
- HOLLAND J., (1998), « Influence and Intervention by Financial Institutions in their Investee Companies », *Corporate Governance*, vol. 6, n° 4, pp. 249-264.
- HUAULT I. et RAINELLI-LE MONTAGNER H., (2010), « The Connexionist Nature of Modern Financial Markets. Challenges and Possible Outcomes », 26<sup>ème</sup> colloque EGOS, Lisbonne, Portugal.
- HUAULT I., (2004), « Une analyse des réseaux sociaux est-elle utile pour le management ? », *in*: Vuibert, (éd.), *Institutions et gestion*, Paris, FNEGE.
- HUY Q. N., (2002), « Emotional balancing of organizational continuity and radical change:

- The contribution of middle managers », *Administrative Science Quarterly*, vol. 47, n° 1, pp. 31-69.
- IKAVALKO H., (2005), « Strategy process in practice: practices and logics of action of middle managers in strategy implementation », Dissertation for the degree of Doctor of Science in Technology, Helsinki University of Technology (Finland), on the 14<sup>th</sup> of January.
- JACQUILLAT B. et SOLNIK B., (1997), *Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques*, Paris, Dunod.
- JARZABKOWSKI P. et SPEE A. P., (2009), « Strategy as practice: A review and future directions for the field », *International Journal of Management Reviews*, vol. 11, n° 1, pp. 69-95.
- JARZABKOWSKI P. et WILSON D. C., (2006), « Actionable Strategy Knowledge: A Practice Perspective », *European Management Journal*, vol. 24, n° 5, pp. 348-367.
- JARZABKOWSKI P., (2003), « Strategic practices: an activity theory perspective on continuity and change », *Journal of Management Studies*, vol. 40, n° 1, pp. 23-55.
- JARZABKOWSKI P., (2004), « Strategy as practice: recursiveness, adaptation, and practices-in-use », *Organization Studies*, vol. 25, n° 4, pp. 529-560.
- JARZABKOWSKI P., (2005), *Strategy as practice*, Londres, Sage.
- JARZABKOWSKI P., (2010), « An activity-theory approach to strategy as practice », D. Golsorkhi, L. Rouleau, D. Seidl, E. Vaara, (éds.), *Cambridge Handbook of Strategy as Practice*, Cambridge, Cambridge University Press, chap. 8, pp. 127-140.
- JARZABKOWSKI P., BALOGUN J. et SEIDL D., (2007), « Strategizing: The challenges of a practice perspective », *Human Relations*, vol. 60, n° 1, pp. 5-27.
- JENSEN M. C. et MECKLING W. H., (1976), « Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.
- JENSEN M. C. et MECKLING W. H., (1994), « The Nature of Man », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n° 2, pp. 4-19.
- JENSEN M., (1978), « Some anomalous evidence regarding market efficiency », *Journal of financial Economics*, vol. 6, n° 2/3, pp. 95-101.
- JOHNSON G. et HUFF A. S., (1998), « Everyday innovation/everyday strategy », in : G. Hamel, C. K. Prahalad, H. Thomas et D. O'Neal, (dir.), *Strategic Flexibility: Managing in a Turbulent Environment*, Chichester, John Wiley & Sons, pp. 13-28.
- JOHNSON G., LANGLEY A., MELIN L. et WHITTINGTON R., (2007), *Strategy as practice: research directions and resources*, Cambridge, Cambridge University Press.
- JOHNSON G., MELIN L. et WHITTINGTON R., (2003), « Micro-*strategy* and strategizing towards an activity-based view », *Journal of Management Studies*, vol. 40, n° 1, pp. 3-22
- JOURNÉ B. et RAULET-CROSET N., (2004), « Le concept de "situation" dans les sciences du management : analyser l'indétermination, l'incertitude, l'ambiguïté et l'imprévu dans l'organisation », 13<sup>ème</sup> conférence de l'AIMS, 1<sup>er</sup> au 4 juin, Le Havre.
- KAST R., (1991), *Rationalité et marchés financiers*, Paris, Economica.
- KEANE P. M. et RUNKLE D. E., (1998), « Are Financial Analysts' Forecasts of Corporate Profits Rational ? », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 4, pp. 768-805.
- KELLE U., (2004), « Computer-assisted qualitative data analysis », in : C. Seale, G. Gobo,

- J. F. Gubrium et D. Silverman, (éds.), *Qualitative research practice*, Londres, Sage Publications, pp. 473-489.
- KEYNES J.-M., (1971, éd. originale 1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot.
- KLEIN M. A., (1971), « A Theory of the Banking Firms », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 3, n° 2, pp. 205-218.
- KNORR CETINA K. et PRED A., (2005), *Sociology of Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press.
- KNORR CETINA K., (2006), « The Market », *Theory Culture Society*, vol. 23, n° 2-3, pp. 551-556.
- KNORR-CETINA K., (1983), « New developments in science studies: the ethnographic challenge », *Canadian Journal of Sociology/Cahiers canadiens de sociologie*, vol. 8, n° 2, pp. 153-177.
- KREPS D. M., (1990), « Corporate culture and economic theory », in: J. Alt et K. Shepsle, (éds.), *Perspectives on Positive Political Economy*, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 90-143.
- KUHN T. S., (1962), *The structure of scientific revolutions*, Chicago, University of Chicago press.
- KYLE A. S., (1985), « Continuous auctions and insider trading », *Econometrica*, vol. 53, n° 6, pp. 1315-1315.
- LAGNEAU-YMONET P. et RIVA A., (2010), « La privatisation paradoxale d'un étrange bien public : la Bourse de Paris dans les années 1980 », *Genèses*, vol. 79, n° 3, pp. 49-69.
- LAMFALUSSY A. et Council of Europe, (2000), *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Committee of Wise Men*, Bruxelles, Belgique
- LANGLEY A., (1999), « Strategies for theorizing from process data », *Academy of management review*, vol. 24, n° 4, pp. 691-710.
- LAPERRIÈRE A., (1982), « Pour une construction empirique de la théorie: la nouvelle école de Chicago », *Sociologie et sociétés*, vol. 14, n° 1, pp. 32-40.
- LAROCHE H. et NIOCHE J. P., (1998), *Repenser la stratégie : fondements et perspectives*, Paris Vuibert.
- LATOUR B et S. WOOLGAR, (1988), *La Vie de laboratoire. La Production des faits scientifiques*, traduit de l'anglais par M. Biezunski, Coll. : « Sciences et société », Paris, La Découverte.
- LATOUR B., (1987), *Science in action: How to follow scientists and engineers through society*, Cambridge, Harvard University Press.
- LATOUR B., (1996), « On Interobjectivity », *MindCulture, and Activity*, vol. 3, n° 4, pp. 228-245.
- LATOUR B., (2002), « Morality and Technology. The End of Means », *Theory, Culture & Society*, vol. 19, n° 5-6, pp. 247-260.
- LATOUR B., (2005), *Reassembling the social: An introduction to actor-network-theory*, Oxford, Oxford University Press.

- LAUFER R. et BURLAUD A., (1997), « Légitimité », *in* : P. Joffre, Y. Simon, *Encyclopédie des sciences de gestion*, Paris, Economica, 2<sup>ème</sup> édition, pp. 1754-1772.
- LAVIGNE S., (2005), *L'industrie des fonds de pension : Les investisseurs institutionnels américains*, Série : « Économie et Innovation », Coll. : « L'Esprit Économique », Paris, L'Harmattan, Innoval.
- LAWRENCE T. B. et SUDDABY R., (2006), « Institutions and Institutional Work », *in* : S. R. Clegg, C. Hardy, T. B. Lawrence et W. R. Nord, (éds.), *The Sage handbook of organization studies*, 2<sup>nd</sup> édition, Londres, Sage publication, pp. 215-244.
- LE MOIGNE J. L., (1974), *Les systèmes d'information dans les organisations*, Paris, PUF.
- LE MOIGNE J. L., (1990), *La modélisation des systèmes complexes*, Paris, Dunod.
- LE MOIGNE J. L., (1995), *Les épistémologies constructivistes*, Paris, PUF.
- LE MOIGNE J. L., (2002), *Le constructivisme : Epistémologie de l'interdisciplinarité*, Paris, L'Harmattan.
- LE MOIGNE J. L., (2003), *Le constructivisme : Tome II-Epistémologie de l'interdisciplinarité*, Paris, L'Harmattan.
- LE MOIGNE J. L., (1982), (dir. avec R. Vallée), *Les renouvellements contemporains de la théorie de l'information*, Paris, AFCET.
- LE MOIGNE J. L., (1986), « Vers un système d'information organisationnel ? », *Revue française de gestion*, n° 60, pp. 20-31.
- LE MOIGNE J. L., (2004), *Le constructivisme : Tome III-Modéliser pour comprendre*, Paris, L'Harmattan.
- LE MOIGNE J. L., (2007), *Repères historiques pour l'entendement des épistémologies constructivistes*, Paris, PUF.
- LE VELLY R., (2009), « Qu'est-ce qu'un échange marchand ? Proposition de trois définitions cumulatives pour l'analyse », *in* : J. Tolan, (éd.), *L'échange*, Paris, L'Harmattan, pp. 201-214
- LELAND H. et PYLE D., (1977), « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation », *The Journal of Finance*, n° 32, pp. 371-387.
- LENGLET M., (2008), « Déontologie de marché. De la pratique des institutions à l'institutionnalisation des pratiques », Thèse de Doctorat, Université Paris Dauphine-Paris IX.
- LENGLET M., (2011), « Conflicting Codes and Codings How Algorithmic Trading Is Reshaping Financial Regulation », *Theory, Culture & Society*, vol. 28, n° 6, pp. 44-66.
- LEPINAY V. A. et ROUSSEAU F., (2000), « Les trolls sont-ils incompetents ? Enquête sur les financiers amateurs », *Politix*, vol. 13, n° 52, pp. 73-97.
- LESCA N., (2002), « Construction du sens *a priori*, construction du sens *a posteriori* (pourquoi ne peut-on pas savoir que les avions arrivent tant que les tours ne se sont pas effondrées ?) », Actes de la XI<sup>ème</sup> Conférence AIMS, juin 2002 Paris.
- LOBEZ F., (1997), *Banques et marchés de crédit*, Paris, PUF.
- LOCKE J., (1690), *Essai sur l'entendement humain*, traduction française de P. Coste, Paris, Vrin.
- LOCKE K. D., (2001), *Grounded theory in management research*, Londres, Sage Publications

Ltd.

- LOCKE L., SILVERMAN S. J. et SPIRDUSSO W. W., (2004), *Reading and understanding research*, (2<sup>nd</sup> éd.), Thousand Oaks, CA, Sage.
- LORINO PH., (2010) « Les échos de la pensée de Jacques Girin dans la recherche sur l'activité collective en gestion », *in*: D. Bayart, A. Borzeix et H. Dumez, (éds.), *Langage et organisations sur les traces de Jacques Girin*, Palaiseau, les Éditions de l'École Polytechnique, pp. 59-79.
- MACKENZIE D. et MILLO Y., (2003), « Construction d'un marché et performance théorique », *Réseaux*, n° 6, pp. 15-61.
- MACKENZIE D., (2005), « How a superportfolio emerges: Long-term capital management and the sociology of arbitrage », *in*: K. D. Knorr-Cetina et A. Preda, (éds.) *The Sociology of Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press.
- MACKENZIE D., (2006), *An engine, not a camera: How financial models shape markets*, Cambridge, MIT Press.
- MACKENZIE D., (2009), *Material markets: How economic agents are constructed*, Oxford, Oxford University Press.
- MACMILLAN J., (2003), *Du Bazar à la Corbeille*, trad. L. Dahan, Montreuil, Village Mondial, Pearson France.
- MADHAVAN A., (2000), « Market microstructure: A survey », *Journal of Financial Markets*, vol. 3, n° 3, pp. 205-258.
- MALKIEL B. G. et FAMA E. F., (1970), « Efficient capital markets: a review of theory and empirical work », *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, pp. 383-417.
- MARCH J. G. et SIMON H. A., (1958, rééd.1991), *Les organisations*, Paris, Bordas.
- MARKOWITZ H., (1952), « Portfolio Selection », *The Journal of Finance*, vol. 7, n° 1, pp. 77-91.
- MAROIS B. et BOMPOINT P., (2004), *Gouvernement d'entreprise et communication financière*, Paris, Economica.
- MARTIN D., (2002), « Dispositifs de défiance et fluidité des échanges sur les marchés financiers de gré à gré », *Sociologie du travail*, vol. 44, n° 1, pp. 55-74.
- MARTIN D., (2004), « Dérives d'un produit, arrimages d'acteurs : la captation de tous par tous aux fondements du Monep », *in*: F. Cochoy, *La captation des publics : c'est pour mieux te séduire, mon client...*, Toulouse, Presses Universitaires du Mirail, pp. 267-296.
- MARTINET A. C., (2007), *Sciences du management : épistémique, pragmatique et éthique*, Paris, Vuibert.
- MARTINET A. C., (2010), « La relation stratégie/finance à la lumière de la crise », *Revue française de gestion*, vol. 198-199, n° 8, pp. 135-150.
- MARTINET A. C. et REYNAUD E., (2004), *Stratégie d'entreprises et Écologie*, Paris, Economica,
- MARTINET A. C., (1984), *Management stratégique: organisation et politique*, Paris, McGraw-Hill.
- MARTINET A. C., (1988), « Les discours sur la stratégie d'entreprise », *Revue Française de Gestion*, vol. 67, pp. 49-60.

- MARTINET A. C., (1993), « Stratégie et pensée complexe », *Revue française de gestion*, n° 93, Mars-Avril-Mai, pp. 31-45.
- MARTINET A. C., (1997), « Pensée stratégique et rationalités : un examen épistémologique », *Management international*, vol. 2, n° 1, pp. 67-75.
- MARTINET A. C., (2000), « Epistémologie de la connaissance praticable : exigences et vertus de l'indiscipline », *in*: A. David, A. Hatchuel et R. Laufer, (coord.), *Les nouvelles fondations des sciences de gestion*, Paris, Vuibert.
- MARTINET A. C., (2006), « Stratégie et pensée complexe », *Revue française de gestion*, vol. 160, n° 1, pp. 31-45.
- MARTINET A. C., (2008), « Gouvernance et management stratégique », *Revue française de gestion*, vol. 183, n° 3, pp. 95-110.
- MARTINET A. C., (coord.), (1990), *Épistémologie et Sciences de Gestion*, Paris, Economica.
- MARVASTI A. B., (2004), *Qualitative Research in Sociology. An Introduction*, Londres, Sage.
- MARX K., (1968, rééd. 2005), *Le capital*, Paris, Gallimard.
- MAYÈRE A. et ALBERTINI J. P., (1990), *Pour une économie de l'information*, Paris, Edition du CNRS.
- MAYNARD K. J., (1971), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Petite Bibliothèque Payot.
- MEAD G. H., (1932), *The philosophy of the present*, Chicago, Open court publishing co.
- MÉLÈSE J., (1979), *Approches systémiques des organisations vers l'entreprise à complexité humaine*, Paris, Éditions Hommes et techniques.
- MERTON R. C., (1995), « Financial innovation and the management and regulation of financial institutions », *Journal of Banking & Finance*, vol. 19, n° 3, pp. 461-481.
- MESNY A. et MAILHOT C., (2008), « La collaboration entre chercheurs et praticiens en gestion : repères épistémiques et bilan critique », XVII<sup>ème</sup> Conférence de l'AIMS, 28 au 31 mai Nice.
- MEYER J. W. et ROWAN B., (1977), « Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony », *American journal of sociology*, vol. 83, n° 2, pp. 340-363.
- MILON A., (1999), *La valeur de l'information*, Paris, Presse Universitaire de France.
- MINTZBERG H., (1987), *The strategy concept 1: five p's for strategy*, Berkeley, University of California Press.
- MINTZBERG H., (1990), « Strategy Formation: Schools of Thought », *in*: J. Frederickson, (éd.), *Perspectives on Strategic Management*, New York, Harper & Collins, pp. 105-236.
- MINTZBERG H., (1994), « The fall and rise of strategic planning », *Harvard business review*, vol. 72, pp. 107-107.
- MINTZBERG H., (2007), *Tracking Strategies: Toward a General Theory*, Oxford, Oxford University Press.
- MINTZBERG H., AHLSTRAND B., LAMPEL J., COHEN L. et FONTAINE J., (1998), *Safari en pays stratégique: l'exploration des grands courants de la pensée stratégique*, Paris, Lavoisier.
- MINTZBERG H., AHLSTRAND B., LAMPEL J., COHEN L. et FONTAINE J., (2009), *Safari en pays*

- stratégie: L'exploration des grands courants de la pensée stratégique*, (2<sup>nd</sup> éd.), Montreuil, Pearson.
- MISHKIN F. S., (2004), *The economics of money, banking, and financial markets*, Upper Saddle River, NJ, Pearson Education.
- MODIGLIANI F. et MILLER M. H., (1958), « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *The American Economic Review*, vol. 48, n° 3, pp. 261-297.
- MONTAGNE S., (2001), « De la "Pension Governance" à la "Corporate Governance" : la transmission d'un mode de gouvernement », *Revue d'Économie financière*, vol. 63, 53-65.
- MORIN E., (1982), *Science avec conscience*, Paris, Fayard.
- MORIN E., (2001), *La méthode 5. L'humanité de l'humanité*, Paris, Seuil.
- MORIN E., (2004), *Pour Entrer dans le XXI<sup>e</sup> siècle*, réédition de *Pour sortir du XX<sup>e</sup> siècle* publié en 1981, Paris, Le Seuil
- MORIN E., (2006), « Le complexe, qui est tissé ensemble », *in*: R. Benkirane, *La Complexité, vertiges et promesses: 18 histoires de sciences*, Coll. : « Poche-Le Pommier », Paris, Édition Le Pommier.
- MORIN E., (2007), *Où va le monde ?*, Paris, L'Herne.
- MORSE J. et RICHARDS L., (2002), *Read me first for a user's guide to qualitative research*, Thousand Oaks, CA, Sage.
- MOUCHOT C., (2003), *Méthodologie économique*, Paris, Seuil
- MUCCHIELLI A. et PAILLÉ P., (2003), *L'analyse qualitative en sciences humaines et sociales*, Paris, Armand Colin.
- MUNIESA F. et CALLON M., (2008), « La Performativité des Sciences Économiques », Papier de recherche du CSI, École des Mines de Paris.
- MUNIESA F., (2003), « Des marchés comme algorithmes : sociologie de la cotation électronique à la Bourse de Paris », Thèse de Doctorat, Paris, École Nationale Supérieure des Mines.
- MUNIESA F., (2005), « Contenir le marché : la transition de la criée à la cotation électronique à la Bourse de Paris », *Sociologie du travail*, vol. 47, n° 4, pp. 485-501.
- MUNIESA F., (2007), « Market technologies and the pragmatics of prices », *Economy and Society*, vol. 36, n° 3, pp. 377-395.
- MUNIESA F., (2008), « Trading-room Telephones and the Identification of Counterparts », *in*: T. Pinch et R. Swedberg, (éds.), *Living in a Material World*, Cambridge, MIT Press, pp. 291-315.
- O'HARA M., (1995), *Market microstructure theory*, Cambridge, MA, Blackwell Cambridge.
- OMINICI A et OSSOWSKI S., (2003), « Objective *versus* subjective coordination in the engineering of agent systems », *in*: M. Klusch, S. Bergamaschi, P. Edwards et P. Petta, (éds.), *Intelligent information agents: the AgentLink perspective*, Berlin, Springer; pp. 179-202.
- ORLÉAN A., (2002), « Le tournant cognitif en économie », *Revue d'économie politique*, vol. 112, n° 5, pp. 717-738.
- ORLÉAN A., (2005), « La sociologie économique et la question de l'unité des sciences

- sociales », *L'Année sociologique*, vol. 55, n° 2, pp. 279-305.
- ORLIKOWSKI W. J., (1993), « Case Tools as Organizational Change: Investigating Incremental and Radical Changes in Systems Development », *Management Information Systems Quarterly*, vol. 17, n° 3, pp. 309-340
- ORLIKOWSKI W. J., (2000), « Using technology and constituting structures: A practice lens for studying technology in organizations », *Organization science*, vol. 11, n° 4, pp. 404-428.
- ORTIZ H., (2008), « Anthropologie politique de la finance contemporaine : évaluer, investir, innover », Thèse de Doctorat, École des Hautes Études en Sciences Sociales (EHESS).
- PARSONS T., (1956), « Suggestions for a Sociological Approach to the Theory of Organizations-I », *Administrative Science Quarterly*, vol. 1, n° S1-S2, pp. 63-85.
- PARSONS T., (1960), *Structure and Process in Modern Societies*, Glencoe, Free Press.
- PEIRCE C. S., (1935), (1931-1935), *Collected Papers*, Cambridge, Harvard University Press.
- PEIRCE C. S. et TURRISI P. A., (1997), *Pragmatism as a principle and method of right thinking: The 1903 Harvard lectures on pragmatism*, Albany, NY, SUNY Press.
- PÉNaN H., (2010), « La stratégie comme exercice de traduction. Une illustration sur le marché dermo-cosmétique », *in*: M. Akrich, Y. Barthe, F. Muniesa, P. Mustar, (dir), *Débordements. Mélanges offerts à Michel Callon*, Paris, Transvalor-Presses des Mines, pp. 343-335.
- PETTIGREW A. M., (1997), « What is processual analysis? », *Scandinavian journal of management*, vol. 13, n° 4, pp. 337-348.
- PFEFFER J. et SALANCIK G. R., (1978), « A social information processing approach to job attitudes and task design », *Administrative Science Quarterly*, vol. 23, n° 2, pp. 224-253.
- PHILIPPE D. et DURAND R., (2009), « Communication environnementale et *réputation* de l'organisation », *Revue Française de Gestion*, vol. 35, n° 194, pp. 45-63.
- PIAGET J., (1937), *La construction du réel chez l'enfant*, Neuchâtel, Delachaux & Niestlé.
- PIAGET J., (1967a), *Logique et Connaissance Scientifique*, Paris, Gallimard.
- PIAGET J., (1967b), *Biologie et connaissance*, Paris, Gallimard.
- PIAGET J., (1970), *Psychologie et épistémologie*, Coll. « Médiations », Paris, Gonthiers Denoël.
- PODOLNY J. M., (2001), « Networks as the Pipes and Prisms of the Market1 », *American journal of sociology*, vol. 107, n° 1, pp. 33-60.
- POLANYI K., (1944, Trad.1983), « *The Great Transformation* », New York, Academic Press. Traduction française : *La Grande Transformation : aux origines politiques et économiques de notre temps*, trad. C. Malamoud et M. Angeno, préface (20 pages) de Louis Dumont, Paris, Bibliothèque des sciences humaines, Gallimard.
- POLANYI K., (1977, Trad. 2011), *The Livelihood of Man*, New York, Academic Press Edition. Traduction française et présentation par B. Chavance : *La Subsistance de l'homme. La place de l'économie dans l'histoire et la société*, Bibliothèque des Savoirs, Paris, Flammarion.
- PORTER M., (1982), *Choix stratégiques et concurrence*, Paris, Economica.

- PORTER M., (1986), *L'Avantage concurrentiel*, Paris, InterEditions.
- PORTER M., (1991), « Towards a dynamic theory of strategy », *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 95-117.
- POWELL W. W. et DI MAGGIO P. J., (1991), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, Chicago, University of Chicago Press.
- POZZEBON M., (2004), « The Influence of a Structurationist View on Strategic Management Research », *Journal of Management Studies*, vol. 41, n° 2, pp. 247-272.
- PREDA A., (2003), « Les hommes de la Bourse et leurs instruments merveilleux : technologies de transmission des cours et origines de l'organisation des marchés modernes », *Réseaux 21*, n° 122, pp. 137-164.
- PREDA A., (2005), « Legitimacy and status groups in financial markets », *The British Journal of Sociology*, vol. 56, n° 3, pp. 451-471.
- PREDA A., (2007), « Where do analysts come from? », in : M. Callon, Y. Millo et F. Muniesa, (éds.), *Market Devices*, Malden, Blackwell Publishing, pp. 40-64.
- PROUDHON P.-J., (1857), *Manuel du spéculateur à la Bourse*, Paris, Librairie de Garnier frères.
- PRYKE M., (2010), « Money's eyes: the visual preparation of financial markets », *Economy & Society*, vol. 39, n° 4, pp. 427-459.
- PYLE D., (1971), « On the Theory of Financial Intermediation », *Journal of Finance*, vol. 26, n° 3, pp. 737-747.
- RAINELLI-LE MONTAGNÉ H., (2003), *Nature et fonctions de la théorie financière*, Paris, PUF-Finance.
- RECKWITZ A., (2002), « Toward a theory of social practices: a development in culturalist theorizing », *European journal of social theory*, vol. 5, n° 2, pp. 243-263.
- REICHERT T., (2007), *Investigating the Use of Sex in Media Promotion and Advertising*, Binghamton, NY, Haworth Press.
- RIEGLER A. et QUALE A., (2010), « Can radical constructivism become a mainstream endeavor? », *Constructivist Foundations*, vol. 6, n° 1, pp. 1-5.
- RIEGLER A., (2001), « Towards a radical constructivist understanding of science », *Foundations of Science*, special issue on impact of radical constructivism on science, vol. 6, n° 1-3, pp. 1-30.
- RINDOVA V. P., PETKOVA A. P. et KOTHA S., (2007), « Standing out: How new firms in emerging markets build reputation in the media », *Strategic Organization*, vol. 5, n° 1, pp. 31-70.
- ROULEAU L., (1997), « Le point de vue structurationniste en stratégie », Actes de la V<sup>ième</sup> conférence AIMS, 1<sup>er</sup> au 3 juin, Montréal, Canada.
- ROULEAU L. et BALOGUN J., (2011), « Middle managers, strategic sensemaking, and discursive competence », *Journal of Management Studies*, vol. 48, n° 5, pp. 953-983.
- ROULEAU L. et MOUNOUD E., (1998), « Représentations et compétences sociales au cœur de l'activité stratégique », Actes de la VII<sup>ème</sup> conférence AIMS, 27 au 29 mai, Louvain-la-Neuve, Belgique.

- ROULEAU L., (2003), « La méthode biographique », *in*: Y. Giordano, (dir.), *Construire un projet de recherche, une perspective qualitative*, Paris, Management & Société, pp. 134-171.
- ROULEAU L., (2006), « Comprendre la fabrique de la stratégie à partir des récits de pratiques », *in*: D. Golsorkhi, (coord.), *La fabrique de la Stratégie*, Chap. 11, Vuibert, Paris, pp. 219-240.
- ROULEAU L., (2010), « Studying strategizing through narratives of practice », *in*: D. Golsorkhi, L. Rouleau, D. Seidl, E. Vaara (éds.), *Cambridge Handbook of Strategy-As-Practice*, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 258-270.
- RUEF M. et SCOTT W. R., (1998), « A multidimensional model of organizational legitimacy: Hospital survival in changing institutional environments », *Administrative Science Quarterly*, vol. 43, n° 4, pp. 877-904.
- SAÏDANE D., (2007), *L'industrie Bancaire – Mondialisation des acteurs et des marchés*, Coll. : « Marchés finances », Paris, Éditions Revue Banque.
- SAINSAULIEU R., (1977), *L'Identité au travail, Les effets culturels de l'organisation*, Paris, Presses de la FNSP.
- SAINSAULIEU R., (2004), « Extraits d'entretiens », *Sociologies pratiques*, n° 8, « Une sociologie en action. L'engagement de Renaud Sainsaulieu ».
- SAINT-EXUPÉRY (de) A., (1948 Reed. 2000), *Citadelle*, Paris, Gallimard.
- SANSÉAU P.-Y., (2005), « Les récits de vie comme stratégie d'accès au réel en sciences de gestion: pertinence, positionnement et perspectives d'analyse », *Recherches Qualitatives*, vol. 25, n° 2, pp. 33-57.
- SANSÉAU P.-Y., (2006), « Temps de travail, technique et technologie, évolutions autour d'une équation aux enjeux renouvelés », *Revue du Management Technologique*, vol. 14 n° 3, pp. 49-72.
- SCHATZKI T., KNORR CETINA K. et VON SAVIGNY E., (2001), *The Practice Turn in Contemporary Theory*, Londres, Routledge.
- SCHOLTENS B. et VAN WENSVEEN D., (2000), « A critique on the theory of financial intermediation », *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, n° 8, pp. 1243-1251.
- SCHÖN D. A., (1983), *The Reflective Practitioner*, New York, Basic Books.
- SCOTT W. R. et MEYER J. W., (1983), *Organizational environments: rituals and rationality*, Beverly Hills, Sage Publications.
- SCOTT W. R. et MEYER J. W., (1991), « The organization of societal sectors: propositions and early evidence », *in*: W. W. Powell et P. J. DiMaggio, (éds.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 108-142.
- SCOTT W. R., (2003), *Organizations*. Upper Saddle River, NJ, Pearson Education, (5<sup>ème</sup> édition).
- SCOTT W. R., (2005), « Institutional Theory: Contributing to a Theoretical Research Program », *in*: K. G. Smith et M. A. Hitt, (éds.), *Great Minds in Management: The Process of Theory Development*, Oxford, UK, Oxford University Press.
- SCOTT W. R., (2008), *Institutions and Organizations*, Londres, Sage editions, (3<sup>ème</sup> édition).
- SEN A., (2004), *L'économie est une science morale*, Paris, La Découverte.

- SHAPIRO S., (1984), *Wayward Capitalists. Target of the Securities and Exchange Commission*, New Haven et Londres, Yale University Press.
- SHARPE W. F., (1964), « Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk », *Journal of Finance*, vol. 19, n° 3, pp. 425-442.
- SHILLER R., (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press.
- Shleifer A., (2000), *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press.
- SHOLTENS B. et VAN WENSVEEN D., (2003), « The Theory of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain », *SUERF - The European Money and Finance Forum*, number 2003/1, Morten Balling.
- SIMMEL G., (1900)(éd. 1987), *Philosophie de l'argent*, Paris, PUF.
- SIMON H. A., (1969), *The science of the artificial*, Cambridge, MA, MIT Press. Réédition, 2004, *Les sciences de l'artificiel*, Coll. : « Folio Essais », Paris, Éditions Gallimard.
- SIMON H. A., (1983), *Administration et processus de décision*, Paris, Economica.
- SLOAN P., (1996), « Strategy as Synthesis », Thèse de doctorat, HEC Montréal.
- SMITH C., (1981), *The Mind of the Market: A Study of Stock Market Philosophies, Their Uses and Implications*, Totowa, N. J., Rowman and Littlefield.
- SOULET M. H., (2006), « Traces et intuition raisonnée », in : P. Paillé, (éd.), *La méthodologie qualitative. Postures de recherche et travail de terrain*, Paris, Armand Colin, pp. 125-149.
- SPENCER P. D., (2000), *The Structure and Regulation of Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press.
- SPIESER P., (2004), *La Bourse*, Paris, Vuibert.
- SPINOZA P., (1954), *Œuvres*, Coll. : « La Pléiade », Paris, Gallimard.
- SPULBER D. F., (1999), « Market microstructure and Intermediation », in : D. F. Spulber, (éd.), *Market Microstructure: Intermediaries and theory of the firm*, Cambridge, Cambridge University Press.
- STRAUSS A. et CORBIN J. M., (1990), *Basics of qualitative research: Techniques and procedures for developing grounded theory*, Thousand Oaks, CA, Sage Publications.
- STRAUSS A. et CORBIN J. M., (1994), « Grounded theory methodology: An overview », in : N. K. Denzin et Y. S. Lincoln, (éds.), *Handbook of Qualitative Research*, Thousand Oaks, CA, Sage Publications, pp. 273-285.
- STRAUSS A. et CORBIN J. M., (1997), *Grounded theory in practice*, Thousand Oaks, CA, Sage Publications.
- STRAUSS A. et CORBIN J. M., (1998), *Basics of qualitative research: Techniques and procedures for developing grounded theory*, (2<sup>nd</sup> éd.), Thousand Oaks, CA, Sage Publications.
- STRÜBING J., (2007), « Research as Pragmatic Problem-Solving: The Pragmatist Roots of empirically-grounded theorizing », in : K. Charmaz et A. Bryant, *The SAGE Handbook of Grounded Theory*, Thousand Oaks, CA, Sage Publications, pp. 580-602.
- SUBBADDY R. et GREENWOOD R., (2005), « Rhetorical Strategies of Legitimacy », *Administrative Science Quarterly*, vol. 50, n° 1, pp. 35-67.

- SUCHMAN L., (1987), *Plans and situated actions: the problem of human/machine communication*, Cambridge, Cambridge University Press.
- SUCHMAN M. C., (1995), « Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches », *Academy of Management Review*, vol. 20, n° 3, pp. 571-610.
- SUDDABY R., (2006), « What grounded theory is not », *Academy of Management Journal*, vol. 49, n° 4, pp. 633-642.
- SVENINGSSON S. et ALVESSON M., (2003), « Managing managerial identities: Organizational fragmentation, discourse and identity struggle », *Human Relations*, vol. 56, n° 10, pp. 1163-1193.
- SWEDBERG R., (2005), « Conflicts of Interests in the U.S. Brokerage Industry », in : K. Knorr Cetina et A. Preda, (éds.), *The Sociology of Financial Markets*, New York, Oxford University Press, pp. 187-203.
- SWEET A. S. et FLIGSTEIN N., (2002), « Constructing Polities and Markets: An Institutional Account of European Integration », *American Journal of Sociology*, vol. 107, n° 5, pp. 1206-1243.
- TAJEDDINE Y., (2005), « Les gérants d'actifs en action : l'importance des conventions dans la décision financière », working paper FORUM – Paris X.
- TAUPIN B., (2011), « Le maintien institutionnel comme travail de justification : Le cas de l'industrie de la notation du crédit », Thèse de Doctorat, Université de Paris-Dauphine.
- THORNTON P. H. et OCASIO W., (2008), « Institutional Logics », in : R. Greenwood, C. Oliver, K. Sahlin-Andersson et R. Suddaby, (eds.), *The SAGE Handbook of Organizational Institutionalism*, Thousand Oaks, CA, Sage Publications, pp. 99-129.
- TOULMIN S., (2001), *Return to Reason*, Harvard, Harvard University Press.
- TRIGILIA C., (2002), *Sociologia Economica*, Il Mulino.
- TSOUKAS H., (1994), *New thinking in organizational behavior*, Oxford, Butterworth-Heinemann.
- TURNER B. A., (1983), « The use of grounded theory for the qualitative analysis of organizational behavior », *Journal of Management Studies*, vol. 20, n° 3, pp. 333-348.
- VAARA E et WHITTINGTON R., (2012), « Strategy-as-Practice: Taking Social Practices Seriously », *The Academic of Management Annals*, vol. 6, n° 1, pp. 285-336.
- VALÉRY P., (1895), *Introduction à la méthode de Léonard de Vinci*, wikilivres.ca.
- VAN CAUWENBERGH A. et COOL K., (1982), « Strategic management in a new framework », *Strategic Management Journal*, vol. 3, n° 3, pp. 245-264.
- VAN DE VEN A. H., (1992), « Suggestions for studying strategy process: A research note », *Strategic Management Journal*, vol. 13, pp. 169-188.
- VAN LOYE G. et FONTOWICZ L., (2004), « La crédibilité des producteurs d'information : Le cas des analystes financiers », *Revue Française de Gestion*, vol. 30, n° 151, pp. 81-96.
- VARELA F. J., (1989), *Connaître les sciences cognitives : tendances et perspectives*, Paris, Le Seuil.
- VERLEY P., (1989), « Les sociétés d'agents de change au XIX<sup>ème</sup> siècle », in : *Comité pour l'histoire économique et financière de la France, Etudes et documents I*, Ministère de l'Économie des Finances, pp. 127-147.

- VICO G., (1993), *De Antiquissima Italarum Sapientia [De l'antique sagesse de l'Italie]*, Paris, Garnier-Flammarion. (Ouvrage original publié en 1710).
- VIDAILLET B., (2005), *Le sens de l'action*, Paris, Vuibert.
- VON NEUMANN J. et MORGENSTERN O., (1947), *Theory of games and economic behavior*, Princeton, Princeton University Press.
- WACHEUX F., (1996), *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*, Paris, Economica.
- WEBER M., (1894-1896), *La Bourse*, Paris, Miméo, bibliothèque de l'ENS, (1998).
- WEBER M., (1905), *L'Éthique protestante et l'Esprit du capitalisme*, Paris, Plon, (1967, éd. 2004).
- WEBER M., (1921, trad.1971), *Économie et Société*, Paris, Plon, Publication originale posthume.
- WEICK K. E. et ROBERTS K. H., (1993), « Collective Mind In Organizations - Heedful Interrelating On Flight Decks », *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, n° 3, pp. 357- 381.
- WEICK K. E., (1979), *The Social Psychology of Organizing*, New York, Mc Graw Hill Inc.
- WEICK K. E., (1987), « Organizational Culture as a Source of High Reliability », *California Management Review*, vol. 29, n° 2, pp. 112-127.
- WEICK K. E., (1988), « Enacted Sensemaking in Crisis Situations », *Journal of Management Studies*, vol. 25, n° 4, pp. 305-316.
- WEICK K. E., (1989), « Theory Construction as Disciplined Imagination », *Academy of Management Review*, vol. 14, n° 4, pp. 516-531.
- WEICK K. E., (1995), *Sensemaking in organizations*, Londres, Sage Publications.
- WHITE H. C., (1981), « Where do Markets Come From? », *American Journal of Sociology*, vol. 87, n° 3, pp. 517-547.
- WHITE H. C., (2002), *Markets from Networks: Socioeconomic Models of Production*, Princeton, Princeton University Press.
- WHITE H. C., BOORMAN S. et BREIGER R., (1976), « Social Structure for multiple networks: Blockmodels of Roles and Positions », *American Journal of Sociology*, vol. 81, n° 4, pp. 730-780.
- WHITLEY R., (1986), « The transformation of business finance into financial economics: The roles of academic expansion and changes in U.S. capital markets », *Accounting, Organizations and Society*, vol. 11, n° 2, pp. 171-192.
- WHITTINGTON R., (1996), « Strategy-as-Practice », *Long Range Planning*, vol. 29, n° 5, pp. 731-735.
- WHITTINGTON R., (2004), « The emerging field of strategy Practice: Some links, a trap, a choice and a confusion », Colloque EGOS, juillet, Ljubljana, Slovénie.
- WHITTINGTON R., (2007), « Strategy Practice and Strategy Process: Family Differences and the Sociological Eye », *Organization Studies*, vol. 28, n° 10, pp. 1575-1586.
- WHITTINGTON R., MOLLOY E., MAYER M. et SMITH A., (2006), « Practices of Strategizing/Organizing: Broadening Strategy Work and Skills », *Long Range Planning*, vol. 39, n° 6, pp. 615-629.

- WHITTINGTON R. (2006), « Completing the Practice Turn in Strategy », *Organization Studies*, vol. 27, n°5, pp. 613-634.
- WHITTINGTON R. et MELIN L., (2003), « The Challenge of Organizing/Strategizing », in : A. Pettigrew, R. Whittington, L. Melin, W. Ruijgrok, C. Sanchez-Runde, F. Van den Bosch, (éds.), *Innovative Forms of Organizing: International Perspectives*, Londres, Sage.
- WHITTINGTON R., (2003), « The work of strategizing and organizing: for a practice perspective », *Strategic Organization*, vol. 1, n°1, pp. 117-125.
- WILENSKY H., (1964), « The professionalization of everyone? », *American Journal of Sociology*, vol. 70, n° 1, pp. 137-158.
- WILLIAMSON O., (1975), *Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization*, New York, Free Press.
- YANOW D. et SCHWARTZ-SHEA P., (2006), *Interpretation and Method: Empirical Research Methods and the Interpretive Turn*, New York, Armonk.
- ZARA O., (2004), *Le Management de l'Intelligence Collective*, Paris, M2 Editions.
- ZIMNOVITCH H., (2002), « Gestion et histoire : un rapport critique et fécond », *XI<sup>e</sup> conférence de l'AIMS*, ESCP-EAP, 5 au 7 juin, Paris.
- ZUCKER L., (1986), « Production of Trust: Institutional Sources of Economic Structure: 1840-1920 », *Research in Organization Behaviour*, vol. 8, pp. 53-111.
- ZUCKERMAN E. W., (2000), « Focusing the Corporate Product: Securities Analysts and de-Diversification », *Administrative Science Quarterly*, vol. 45, n° 3, pp. 591-621.

## Autres sources documentaires

**Site AMF** : [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

- AMF, 2010, « Certification professionnelle des acteurs de marché : Questions – réponses ».
- AMF, 2011, art. 313-30
- AMF, 2011, art. 313-7-2
- AMF, 2011, art. 313-1 sq
- Rapport de la Commission Pérouse (1980)
- Rapport Brac de La Perrière, (Document COB, 1988).
- Rapport sur la certification professionnelle des acteurs de marché, Groupe de travail présidé par Jean-Pierre Pinatton, (AMF, 2008)

**Site ACP** : [www.acp.banque-france.fr](http://www.acp.banque-france.fr)

- Autorité de Contrôle Prudentiel (2012), Bilan 2011 et perspectives 2012

**Site CCLRF** : [www.banque-france.fr/cclrf/fr/reglementation/textes-recents.html](http://www.banque-france.fr/cclrf/fr/reglementation/textes-recents.html)

- CCLRF, 2005, art. 6.a

**Site Code Monétaire et Financier** : [www.legifrance.gouv.fr](http://www.legifrance.gouv.fr)

- COMOFI, art. R621-30-1

**Site Commission Européenne** : [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)

- Rapport Commission Européenne (EC, 2000)
- Rapport Fleuriot sur la révision de la directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (MIF), février 2010.

**CA CHEVREUX**, 27 Novembre 2009, Document de travail sur les conséquences de la MiFID.

**EURONEXT**, Archives 200 JA 00017, Discours du syndic de la Compagnie des agents de change de Paris pour la réception de Louis Morel d'Arleux.

**Les Echos** numéro spécial « Enjeux », novembre 2006.

**Le Monde** du 22/05/2010

**Revue Analyse Financière, N°37, 4e trimestre 2010** :

- Entretien de Jacques Lereboullet, Président de la Commission Déontologie de la SFAF, « Plus que moraliser le capitalisme, il s'agit de responsabiliser les acteurs des marchés ».

**RB Revue Banque, N° 700, mars 2008 :**

- A. Masounave, « Les bourses européennes, la tectonique des places ».
- Entretien de JF Théodore, président d'EURONEXT .

**Revue INFO de l'AMAFI, Dossier N° 100, juin 2011 :**

- O. Dufour , « De la Criée à Nanoseconde, 20 ans d'évolution », juin 2011

# Lexique

**Aléa moral :** (ou *moral hazard* en anglais) désigne un effet pervers qui peut apparaître dans certaines situations de risque, dans une relation entre deux agents ou deux parties contractantes : c'est plus précisément la perspective qu'un agent, isolé d'un risque, se comporte différemment que s'il était totalement lui-même exposé au risque.

**Analyse technique ou chartiste :** méthode d'analyse qui repose sur l'étude des cours et volumes des divers titres cotés en bourse. Elle est aussi appelée analyse graphique. Le but avéré et raison d'être de l'analyse technique sont la prévision des tendances et des signes de retournements de tendance. Il s'agit d'identifier des conditions de marchés (figures remarquables et/ou signaux donnés par des outils mathématiques) qui donnent statistiquement un résultat identique. L'analyse technique ne prétend pas être une science exacte. Elle se rapproche plus d'une science humaine puisque son objet d'étude est directement centré sur la compréhension de la psychologie du marché.

**Asset Management :** terme anglais utilisé couramment sur les marchés financiers pour désigner la gestion d'actifs financiers aussi appelée gestion de portefeuille.

**Bloomberg :** groupe financier américain spécialisé dans les services aux professionnels des marchés financiers et dans l'information économique et financière aussi bien en tant qu'agence de presse que directement, via de nombreux médias et de terminaux de base de données.

**CAC 40 :** principal indice de la place financière Parisienne qui prend son nom du système de Cotation Assistée en Continu et qui comprend dans sa composition les 40 plus importantes entreprises cotées.

**Clearing :** terme anglais pour compensation. La compensation est un mécanisme permettant à des intermédiaires financiers de régler les montants dus, par différence entre leurs positions à recevoir et à livrer, et aussi de recevoir ou de livrer les actifs correspondants. La compensation s'applique aux opérations sur les moyens de paiement, sur les valeurs mobilières négociées en bourse ou sur les positions détenues sur les marchés à terme.

**CLEARSTREAM :** chambre de compensation internationale située au Luxembourg, spécialisée dans l'échange de titres et doublée d'une banque Clearstream Banking S.A., basée en Allemagne et au Luxembourg devenue par la suite une division de Deutsche Börse.

**Commodities :** terme anglais pour matières premières. Ces ressources produites par la nature (produits agricoles, minerais, métaux et métaux précieux, sources d'énergie) s'achètent et se vendent directement entre producteurs et utilisateurs via des contrats à long terme ou sous la forme de négoce à court terme au niveau des bourses de commerce.

**Conflicts d'agence :** divergence d'intérêt entre les différentes parties prenantes de l'entreprise, notamment ses actionnaires, ses salariés, ses dirigeants et ses prêteurs. La réduction des conflits d'agence est au cœur de la théorie de l'agence.

**Dark pools :** un *dark pool* est un système exploité par un prestataire de services d'investissement ou un opérateur de marché. Le *dark pool* est une plateforme qui assure la rencontre, en son sein et selon des règles définies, des transactions (achats et ventes) sur des instruments financiers. Donc, aujourd'hui, les ordres transitent en micro secondes à travers une chaîne d'opérateurs et de plateformes privés plus ou moins transparentes. La plupart des banques ont à la fois internalisé les transactions, ce qui leur a permis de croiser directement les ordres d'achat et de vente de leurs clients en interne sans passer par le marché, et créé ces plateformes spécialisées, les MTF (*Multilateral Trading Facility*), dont elles sont les clientes et les actionnaires majoritaires.

**Electronic Crossing Networks (ECN) :** système électronique qui tente d'éliminer le rôle d'un tiers dans l'exécution d'ordres entrés par un teneur de marché de change hors cote officielle et permet à de tels ordres d'être exécutés entièrement ou en partie.

**EUROCLEAR BANK :** centrale de règlement/livraison internationale située à Bruxelles qui appartient au groupe EUROCLEAR.

**EUROCLEAR France :** dépositaire central (ou CSD, *Central Securities Depository*) de la totalité des titres français en circulation aujourd'hui dématérialisés et identifiés par leur codification au format ISIN (*International Securities Identification Number*), EUROCLEAR France peut ainsi suivre et enregistrer tous les échanges de titres ainsi que tous les mouvements pouvant modifier le capital des sociétés cotées ; c'est un rôle de banque des titres qui lui est dévolu.

**EUROCLEAR :** société internationale de dépôt et de règlement/livraison pour les obligations, actions et fonds d'investissement, créée en 1968 à Bruxelles. Elle est l'un des deux dépositaires centraux internationaux de titres (*International Central Securities Depository* [ICSD]), l'autre étant Clearstream basé au Luxembourg.

**Exchange Traded Fund (ETF) :** ou fonds cotés en continu. Les *Exchange Traded Funds* sont des parts de fonds indiciels cotées en bourse et négociables auprès d'un intermédiaire financier. Ils reflètent la performance du sous-jacent qu'ils représentent. La performance de l'*Exchange Traded Funds* (ETF) suit celle d'un indice, d'une marchandise ou d'une action en bourse. Ils sont négociables tout au long de la journée où ils sont achetés et vendus. Les *Exchange Traded Funds* permettent la diversification d'un portefeuille et donnent également la possibilité de vendre à découvert.

**Fixing :** d'une façon générale, le *fixing* est la détermination du cours d'un titre financier sur un marché boursier centralisé (ce qu'est encore très largement NYSE-Euronext, par exemple, malgré la réforme MIF de novembre 2007) par confrontation de l'offre et de la demande dans un objectif de maximisation des échanges de titres. Sur Euronext, le *fixing* est le fait du système informatique NSC Supercac. Dans le cas d'Euronext (Paris, Lisbonne, Bruxelles, Amsterdam), les titres qui connaissent de très nombreuses transactions sont cotés « en continu » (sur Eurolist) et font l'objet de deux *fixing* quotidiens, un « *fixing* d'ouverture » et un « *fixing* de clôture ». Le *fixing* d'ouverture, réalisé à 9h00 du matin, clôt en réalité la phase de préouverture, qui a vu les ordres d'achat et de vente s'accumuler sur les carnets d'ordres des différents titres financiers depuis 7 h 15 sans qu'aucune transaction ne soit encore réalisée. Le *fixing* de clôture est quant à lui le fruit de la constitution des derniers carnets d'ordres de la journée de bourse pendant les quelques minutes de la phase de clôture (de 17h30 à 17h35 sur Euronext) au

cours de laquelle les transactions ont cessé. Le terme « fixing » s'applique cependant plus particulièrement aux marchés financiers dont les valeurs ne sont pas cotées en continu au cours d'une journée de bourse. Ainsi sur Euronext, les titres les moins liquides (ceux pour lesquels il y a moins de 2 500 transactions par an) font-ils l'objet de deux fixing quotidiens, à 10h30 et à 16h00, ou d'un seul (15h00 pour le Marché libre).

**Fonds Commun de Placement (FCP) :** ils font partie, avec les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable), de la famille des OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières). Le FCP se distingue de la SICAV par son statut juridique. Un FCP est une copropriété de valeurs mobilières qui émet des parts. Il n'a pas de personnalité morale. Chaque porteur de part dispose d'un droit de copropriété sur les actifs du fonds, droit proportionnel au nombre de parts possédées. Les FCP sont soumis à des réglementations différentes de celles des SICAV (capital minimum plus faible, pas d'obligation de publier ses résultats...). En conséquence, les gérants de FCP peuvent adopter des gestions plus risquées que les gérants de SICAV.

**Forward :** le marché *forward* est un marché à terme qui permet d'acheter un bien pour une date de livraison préalablement définie et à un cours garanti.

**Global Custodian :** dépositaire global. *Global Custodian* sont des termes anglais qui sont apparus aux USA concrétisant la séparation des métiers de gérants et de dépositaires. Le *Global Custodian* a pour fonction d'assurer la gestion et la conservation d'actifs. Il propose également des services à valeur ajoutée (*reporting...*) pour le compte de sa clientèle d'investisseurs résidents et non-résidents.

**Hedge funds :** fonds spéculatifs. Les *hedge funds* sont des fonds de placement à risque ouvert le plus souvent à un nombre limité d'investisseurs qui exigent un rendement élevé moyennant un investissement minimal initial important. Les investissements dans les *hedge funds* sont peu liquides avec une exigence d'indisponibilité des fonds pendant au moins un an. Ces fonds investissent dans tous type d'actifs y compris peu liquides ou complexes. Ils utilisent régulièrement des techniques permettant de spéculer (produits dérivés, vente à découvert...) sur l'évolution des marchés quelque soit la tendance. Les *hedge funds* sont des acteurs importants des marchés et ils y réalisent une part significative des transactions.

**International Financial Reporting Standards (IFRS) :** normes comptables élaborées par le Bureau des standards comptables internationaux (*International Accounting Standards Board* ou IASB) destinées aux entreprises cotées ou faisant appel à des investisseurs afin d'harmoniser la présentation et la clarté de leurs états financiers.

**International Securities Identification Number (ISIN) :** norme datant de 2001 qui identifie internationalement les valeurs mobilières. Elle est utilisée pour identifier les actions, les obligations, les bons, les warrants et les trackers.

**Large, Small et Mid Caps :** respectivement grande, petite et moyenne capitalisations boursière. C'est une façon de classer les actions par rapport au capital en bourse et à la liquidité.

**Marché à Terme des Instruments Financiers (MATIF) :** c'est un mécanisme qui existe sur plusieurs des places financières du monde. Ce type de marché travaille sur les transactions concernant les actifs monétaires ou financiers – bons du Trésor,

obligations, devise étrangère, etc. – et réalise le même type de services que les bourses de commerce sur les matières premières (café, sucre, blé, soja, etc.) – permettre aux détenteurs d'actifs de minimiser les risques que leur font courir les variations de taux d'intérêt et de taux de change. Le MATIF a été ouvert à Paris le 15 février 1986. Son rapprochement avec le marché à terme des marchandises en juillet 1988, a donné naissance au Marché international de France. Puis il a été fusionné dans Paris Bourse SBF SA en 1999, société elle-même intégrée aujourd'hui dans la plate-forme paneuropéenne Euronext des marchés dérivés cotés à Paris. Aujourd'hui le MATIF est géré par Euronext Paris SA qui en assure l'organisation et le bon fonctionnement.

**Marché d'Options Négociables de Paris MONEP** : crée en 1987. Le MONEP est aujourd'hui le principal marché d'options et de contrats à terme (futures) sur indices boursiers de la Bourse américano-européenne NYSE-Euronext.

**Multilateral Trading Facility (MTF)** : plate-forme multilatérale de négociation que les anglo-saxons appellent MTF. MTF se traduit en français par SMN ou Système multilatéral de négociation qui est un système exploité par un prestataire de services d'investissement ou une entreprise de marché. Sans avoir la qualité de marché réglementé, un SMN assure la rencontre, en son sein et selon des règles définies, des transactions (achats et ventes) sur des instruments financiers.

**National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ)** : est le deuxième plus important, en volume traité, marché d'actions des États-Unis, derrière le New York Stock Exchange, et le plus grand marché électronique d'actions du monde. Depuis début 2008, la bourse appartient au groupe européen-américain NASDAQ OMX. L'indice NASDAQ, aussi appelé le NASDAQ, est l'indice boursier qui mesure la performance du marché d'actions NASDAQ.

**Open market** : terme anglais qui est utilisé pour désigner le marché sur lequel les emprunts d'État s'échangent.

**Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM)** : est une entité qui gère un portefeuille dont les fonds investis sont placés en valeurs mobilières. Selon l'Autorité des Marchés Financiers française, on distingue les 6 familles d'OPCVM généraux suivantes : OPCVM monétaires ; OPCVM obligataires ; OPCVM actions ; OPCVM à fonds alternatifs ; OPCVM de fonds à formule ; OPCVM diversifiés. Cette classification est établie sur la base de la nature des fonds gérés. Derrière le terme OPCVM se trouvent deux grandes familles de produits : Les SICAV (Sociétés d'Investissement à Capital Variable) et les FCP (Fonds Communs de Placement) et leurs déclinaisons spécialisées.

**Over the Counter (OTC)** : le marché OTC est un marché de gré à gré. Un marché de gré à gré est un marché sur lequel la transaction est conclue directement entre le vendeur et l'acheteur. Il s'oppose à un marché organisé (ou en Bourse), où la transaction se fait avec la Bourse. Les opérations y sont souvent moins standardisées et moins normalisées ou dans un cadre réglementaire plus souple. Elles sont réputées moins transparentes.

**Retail** : activité de détail en général pour les ménages, une clientèle de particuliers.

**Reuters** : agence de presse mondiale et généraliste, aujourd'hui reconnue comme une référence par les plus gros médias mondiaux et les marchés financiers.

**SBF 120** (pour Société des Bourses Françaises) : est un indice boursier sur la place de Paris qui est composé par les 120 entreprises cotées les plus importantes.

**SBF 250** (pour Société des Bourses Françaises) : est un indice boursier sur la place de Paris qui est composé par les 250 entreprises cotées les plus importantes.

**Securities** : terme anglais utilisé sur les marchés internationaux pour titres financiers (actions, obligations, dérivés).

**Sélection adverse** : (ou anti sélection) est un phénomène statistique et économique qui joue un rôle important notamment dans les domaines de l'assurance et de la gestion du risque, par lequel une offre faite sur un marché aboutit à des résultats inverses de ceux souhaités, à cause d'asymétries d'information.

**Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV)** : elles font partie, avec les FCP (Fonds Communs de Placement), de la famille des OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières). Société qui a pour objectif de mettre en commun les risques et les bénéfices d'un investissement en valeurs mobilières (actions, obligations, etc.), titres de créances négociables et autres instruments financiers autorisés soit par la réglementation soit par les statuts de la SICAV.

**Spot** : marché au comptant. Le marché spot concerne l'achat et la vente de monnaies livrables sous deux jours ouvrables après l'opération.

**Subprimes** : le terme « *subprime* » s'est fait connaître en français suite à la crise des *subprimes* aux États-Unis ; il désigne des emprunts plus risqués pour le prêteur (et à meilleur rendement) que la catégorie prime, particulièrement pour désigner une certaine forme de crédit hypothécaire

**Traitement du Renseignement et Action contre les Circuits FINANCIERS (TRACFIN)** : clandestins (TRACFIN) ; il s'agit d'un organisme du ministère des finances français chargé de la lutte contre le blanchiment d'argent.

**Warehousing** : acte de garder des titres sous le nom de détenteur d'origine.



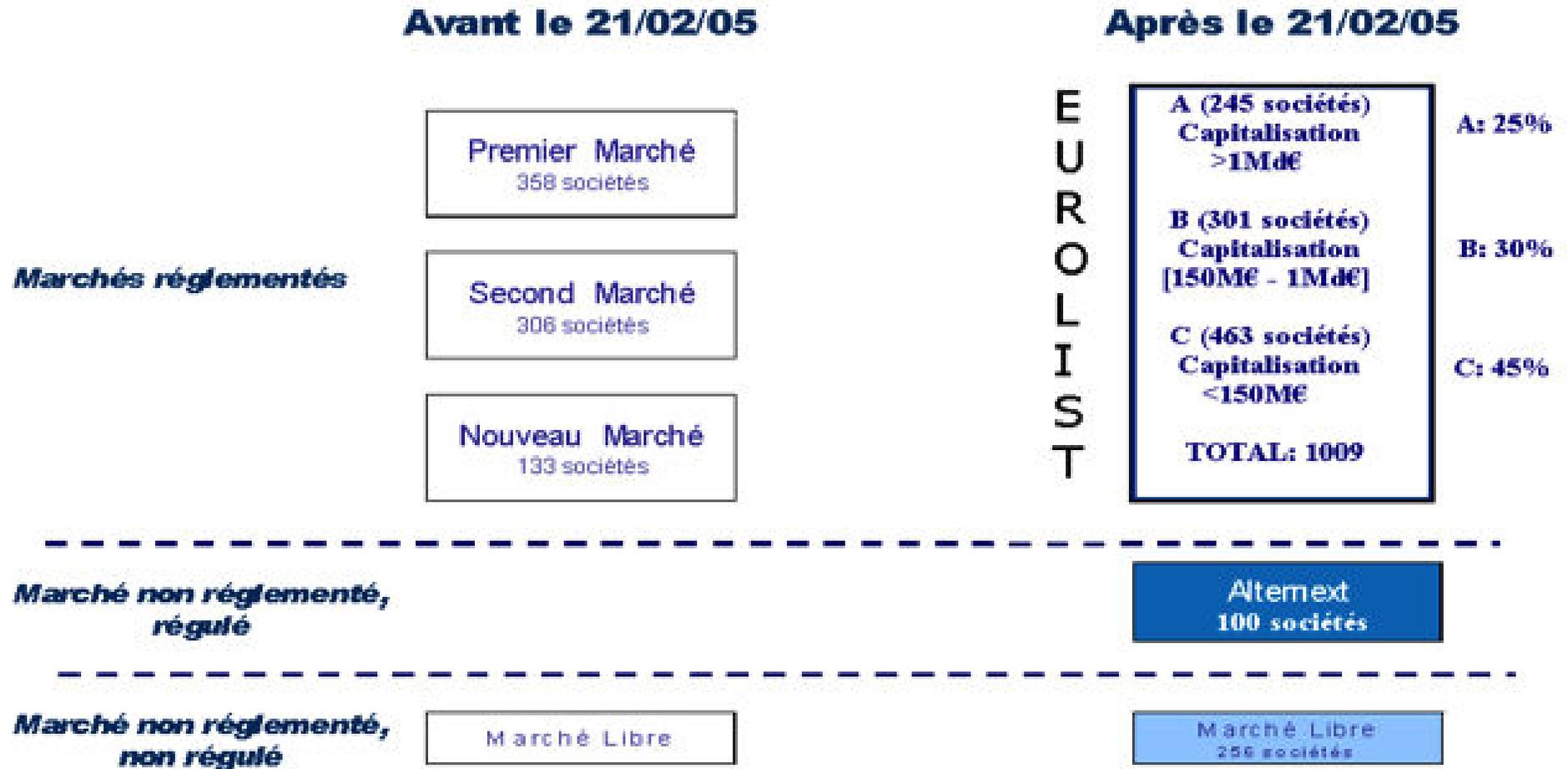
## **ANNEXES**



# Annexe 1. NYSE-EURONEXT



Annexe 2. Réforme de la cote

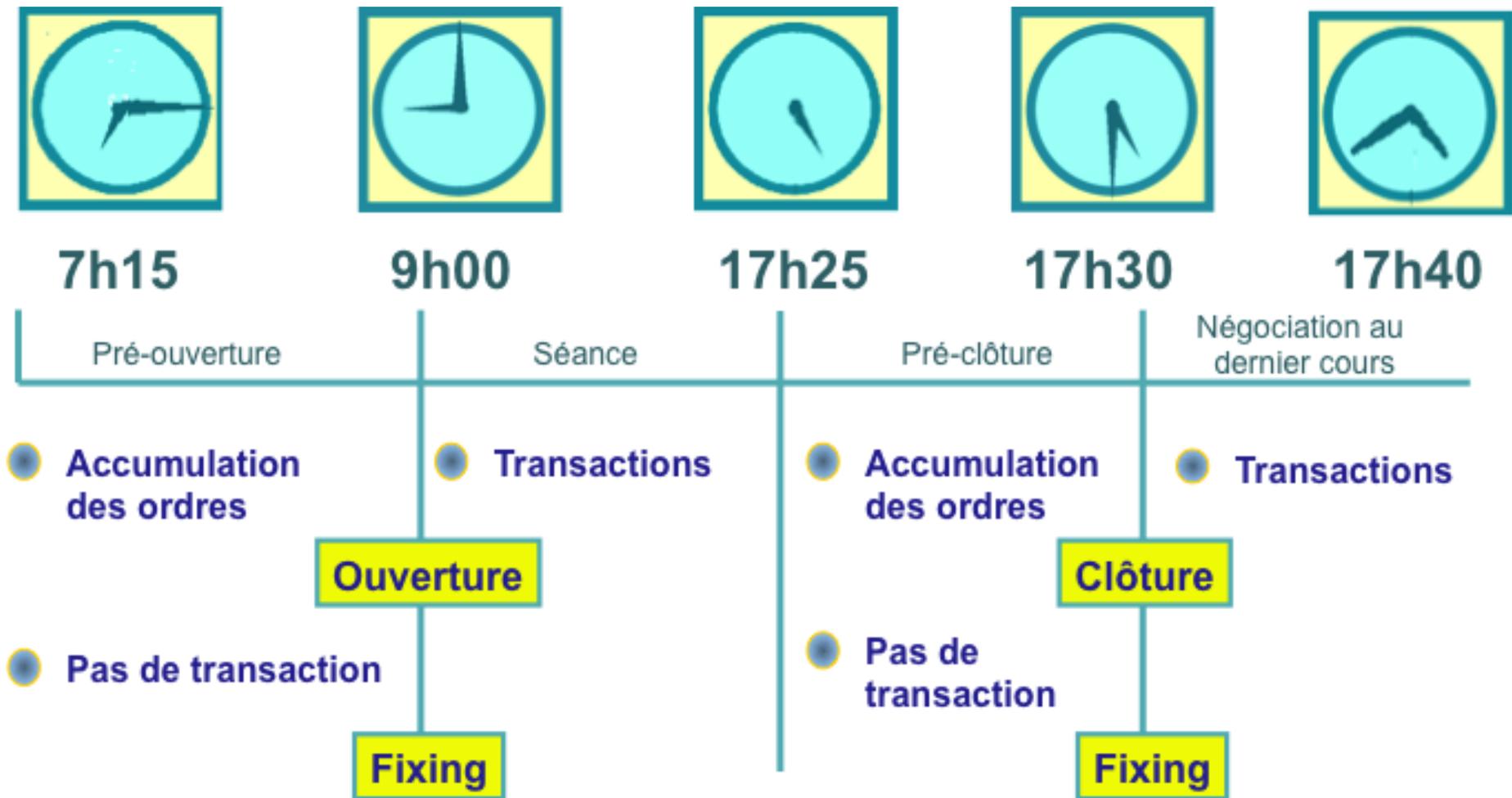


Source NYSE Euronext au 30 juin 2007

### Annexe 3. Marché dirigé par les ordres, marché dirigé par les prix

	<b>Marchés dirigés par les ordres</b>	<b>Marchés dirigés par les prix</b>
Principe	Les ordres font les prix	Les prix font les ordres
Organisation	Marchés animés par des courtiers qui assurent la confrontation sur un marché centralisé des ordres d'achat et des ordres de vente	Marchés animés par des teneurs de marché qui affichent les prix auxquels ils sont prêts à acheter et à vendre une quantité maximale déterminée de titres
Transaction	Le cours résulte de la confrontation des ordres avec une hiérarchie par le prix puis le temps	Le client traite directement ou par courtier interposé avec le teneur de son choix
Avantage / inconvénient	Privilégie le prix (best price)	Privilégie la liquidité
	Transparent et équitable	Facilite les blocs
	Particulièrement adapté aux titres liquides	Adapté aux titres peu liquides
	Clients nombreux et diversifiés	Risque de contrepartie notamment lors de grandes variations de cours
	Modèle simple sans nécessité capitalistique pour l'intermédiaire	Modèle nécessitant la rémunération du teneur pour immobilisation capitalistique
		Modèle opaque remis en cause

#### Annexe 4. Cotation en continu



## Annexe 5. Liste des entretiens

Codes Entretien : E+ n°/date+ Initiales	Profil, durée expérience marché actions
E01GC	Responsable salle de marché actions, 18 ans
E02AX	Gérant actions, 28 ans
E03IC	Analyste financier, 30 ans
E04EJ	Trader, 13 ans
E05JMK	Sales, 19 ans
E06CDM	Analyste Financier, 25 ans
E07EB	Gérant de fonds actions, 30 ans
E08DM	Sales, 16 ans
E09DAM	Sales, 18 ans
E10MC	Responsable entreprise de marché, 20 ans
E11CM	Sales-trader, 18 ans
E12AT	Négociateur, 12 ans
E13MLF	Sales-analyste, 21 ans
E14VBL	Manager régulateur de marché, 15 ans
E15MAV	Gérante de Fonds actions, 10 ans
E16CB	Responsable com. Fin. entreprise cotée, 12 ans
E17MT	Responsable association professionnelle, 20 ans
E18VB	Responsable association professionnelle, 24 ans
E19PI	Dirigeant entreprise cotée, 10 ans
E20VD	Analyste financier indépendant, 14ans
E21SP	Analyste financier indépendant, 18ans
E22PL	Responsable association professionnelle, 14 ans
E23CW	Responsable association d'émetteurs, 12 ans

## Annexe 6. Convention des récits de pratiques

### PRÉSENTATION DU PROJET DE RECHERCHE

L'activité de *Brokerage* sur la place financière de Paris

Aux acteurs traditionnels des marchés financiers bien étudiés comme les émetteurs et les investisseurs -, il convient d'ajouter une autre catégorie d'intervenants essentielle au fonctionnement de ces marchés : les intermédiaires financiers, habituellement regroupés dans des sociétés de bourse qui ont pris récemment, sur la place financière de Paris, le nom de « Prestataires de services en investissement » (PSI). Ces sociétés sont organisées autour de divers métiers : vendeurs, analystes financiers, traders, négociateurs...

Ceux ces sociétés, leurs acteurs et parties prenantes qui nous intéressent ici car ils animent principalement l'activité d'intermédiation sur la bourse actions ;

Face aux évolutions des dernières années sur les marchés financiers en général (déréglementations, révolutions technologiques, globalisation et virtualisation, concurrence accrue, nouvelle directive européenne ...) et aux développements récents sur la Place de Paris (associations de brokers, nombreuses restructurations et fusions-acquisitions, comités internes de réflexion en vue d'éventuels nouveaux *business models*), il s'agit ici de construire un projet de recherche qui consistera à **s'interroger sur l'activité, la fonction (pourquoi) et l'organisation (comment) actuelles des *brokers* et des sociétés de *brokerage*, inscrits dans un contexte spécifique, celui de la finance de marché.**

Cette recherche a donc pour but de comprendre les pratiques, à partir du regard des praticiens, de l'intermédiation sur la Bourse de Paris ces dernières années, leurs relations à la structure des marchés financiers dans son ensemble, voire la possibilité de construire des façons de faire alternatives sur ces marchés.

La collecte d'informations s'effectue à partir de récits de pratiques auprès de professionnels de la Place de Paris. Le récit de vie occupationnelle prend la forme par le biais d'entretiens semi-structurés d'une reconstruction de la réalité de ces acteurs. Le projet de collecte est d'une durée d'1 à 2 ans. Au total, nous espérons obtenir plus d'une 30aine de ces récits auprès d'opérateurs de marché oeuvrant dans divers PSI voire auprès d'autres experts. Les données recueillies seront compilées à l'aide d'un logiciel d'analyse qualitative.

En ce qui a trait à la diffusion des résultats, une thèse rassemblant les principaux résultats de l'étude sera diffusée et pourra être accessible aux participants de l'étude. L'équipe de recherche assurera la plus stricte confidentialité aux participants.

# FORMULAIRE DE CONSENTEMENT

## Entente quant à la participation à une recherche sur le *Brokerage*.

Je soussigné \_\_\_\_\_ consens librement à participer à la recherche intitulée : « L'activité de *brokerage* sur la place financière de Paris ».

Les principaux éléments de la démarche de recherche sont les suivants :

1/ La recherche a pour projet de mettre en lumière les processus stratégiques micro, méso et macro qui contribuent à la formation et à l'évolution de l'intermédiation financière de type *brokerage*.

2/ La collecte des données est réalisée sous forme de récits de pratiques intégralement enregistrés et nécessitant 1 à 3 rencontres d'une durée d'environ 60 mn.

3/ Les entretiens se déroulent en fonction des disponibilités de la personne sollicitée et ont lieu à l'endroit de son choix.

4/ Les entretiens portent sur les thèmes suivants :

- Cheminement professionnel.
- Contexte professionnel.
- Réflexions autour du *Brokerage*.

5/ Chaque personne sollicitée peut remettre en question sa participation en tout temps, sans avoir à fournir de raison.

6/ Il n'y a aucun risque lié à la participation à la recherche car la confidentialité du témoignage est assurée.

7/ Pour garantir l'anonymat des participants, les mesures suivantes sont prévues :

- Les noms des participants ne paraîtront sur aucun support.
- Un nom fictif pourra être utilisé dans les divers documents de travail liés à la recherche. Seule la personne recueillant les entretiens ainsi que la personne co-responsable du projet auront accès à la liste des noms des personnes qui auront accordé un entretien.
- En aucun cas, des informations relatives au témoignage individuel des participants ou des anecdotes trop personnelles ou trop identifiables ne seront communiquées .

8/ En ce qui concerne la diffusion des résultats, une thèse rassemblant les principaux résultats de l'étude du contenu des récits de pratique sera rédigée en vue d'être soumise à un jury académique. Toute personne désireuse de consulter cette thèse pourra s'adresser aux personnes responsables de la recherche. Une part du matériel de recherche contenu dans cette thèse servira à la rédaction d'articles dans des revues scientifiques.

9/ Cette recherche est assurée par Laurence GIALDINI, Doctorante CERAG (UMR 5820 CNRS-UPMF Grenoble) et supervisée par Marie-Josée AVENIER, Directeur de Recherche CNRS et Responsable de l'axe Management Stratégique CERAG. Toutes critiques pourront leur être adressées.

Lue et approuvée, le \_\_\_\_\_ à \_\_\_\_\_.

## Annexe 7. Listes des recits de pratiques

<b>Codes Récit de Pratiques : RP+ n°/date+ Initiales+NbreRV</b>	<b>Profil, durée expérience marché actions</b>
RP01MGab	Responsable analyse fin., 20 ans
RP02EBab	Responsable vente, gérant,
RP03JMKab ( <i>Vu aussi entretien</i> )	Sales, 12 ans
RP04GGab	Trader, 10 ans
RP05AHab	Sales-analyste, 14 ans
RP06GVab	Négociateur, 23 ans
RP07EJab ( <i>Vu aussi entretien, évolution poste</i> )	Sales-Trader, 13 ans
RP08MRVab	Back-Office, 20 ans
RP09VDMab	Sales, 8 ans
RP10HDab	Responsable négociateur, 30 ans
RP11CAab	Analyste financier, 12 ans
RP12ADab	Middle-Office, 18 ans
RP13PEab	Négociateur, 19 ans
RP14AMab	Analyste Financier, 27 ans
RP15MLab	Déontologue, 10 ans
RP16DFab	Economiste de marché, 24 ans
RP17JGb ( <i>RV post-crise seulement</i> )	Trader, 4 ans
RP18RPb ( <i>RV post-crise seulement</i> )	Analyste, 3 ans
RP19CRGb ( <i>RV post-crise seulement</i> )	Responsable PSI., 18 ans
RP20SLb ( <i>RV post-crise seulement</i> )	Sales, 2 ans

## **Annexe 8. Grille d'aide au récit de pratiques**

Rappel du projet et du protocole

Présentations réciproques

### **Étape 1 (Le cheminement personnel et professionnel sur les marchés financiers ou RECIT DU PARCOURS D'EMPLOI)**

*1<sup>er</sup> axe : LE PASSE, LE SOCLE FONDAMENTAL.*

VOTRE HISTOIRE, Comment / Pourquoi devient-on professionnel des marchés financiers /broker ?

Antécédents familiaux.

Antécédents sociaux, culturels ...

Formation

Choix professionnels reliés ou non

Le début de carrière

Les divers postes qui ont suivi (Description, contexte, personnes-clés, évolutions...)

*2<sup>ème</sup> axe : LE PRESENT, LE QUOTIDIEN.*

LE VECU actuel...

Une journée type

Défis et limites

Succès et échecs

Objectifs et subjectifs

Contraintes et libertés

*3<sup>ème</sup> axe : QUI ÊTES-VOUS ?*

Comment vous définiriez-vous personnellement et professionnellement?

Comment définiriez-vous votre profession?

Qu'est ce qui la caractérise le mieux et vous ?

Quel type de professionnel êtes - vous ?

## **Étape 2 (Evolution du contexte et de la fonction ou RECIT DE L'ORGANISATION et de SON ENVIRONNEMENT)**

### *1<sup>er</sup> axe : EVOLUTION DES MARCHES FINANCIERS, LEUR HISTOIRE....*

Histoire récente des marchés

Événements marquants selon vous (économiques, financiers mais aussi technique, réglementaires, humains,...) ; pourquoi ?

Le marché aujourd'hui ? ( caractéristiques, points forts/faibles, ...)

### *2<sup>ème</sup> axe : CONSEQUENCES SUR VOTRE ORGANISATION, LES PSI*

Histoire récente des PSI que vous connaissez, liens avec l'histoire des marchés.

Evolution de leur structure interne, de leurs relations au marché et autres.

Focus sur celle qui vous emploie actuellement.

Existe-t-il une PSI type ?

### *3<sup>ème</sup> axe : CONSEQUENCES SUR VOTRE PROFESSION, BROKERAGE et CONTEXTE*

Cette fonction hier, cette fonction aujourd'hui ?

Vos collègues, vous ? Réactions par rapport aux évolutions, défis/limites, adaptation/à revoir...

Quelle est votre sentiment sur les évolutions récentes des marchés et des PSI par rapport à votre fonction, son organisation ?

## **Étape 3 (Les pratiques du broker et son avenir, RECIT DE PRATIQUES PROPREMENT DIT)**

### *1<sup>er</sup> axe : QU'EST CE QUE ÇA SIGNIFIE D'ÊTRE BROKER, DE PRATIQUER LE BROKERAGE ?*

Sens donné à l'acte d'intermédiation

Principes

Les actes les plus difficiles, les plus faciles (Valorisants/dévalorisants)

### *2<sup>ème</sup> axe : A PARTIR DE VOTRE EXPÉRIENCE, QU'EST CE QUI A LE PLUS CHANGÉ DANS VOTRE PRATIQUE ET DANS VOTRE RÔLE DE BROKER ?*

Supports et outils, encadrements, relations aux autres...

Défis et limites

A faire autrement, encore ou pas ?

### *3<sup>ème</sup> axe : LE BROKERAGE DE DEMAIN ?*

Pour les marchés financiers (émetteurs, clients, régulateurs...).

Pour l'organisation PSI.

Pour lui-même

Conseils pour des façons de faire renouvelées... écueils et ouvertures.

En conclusion, *PEUT-ON ENVISAGER UNE TRANSFORMATION DES PRATIQUES DU BROKERAGE ?*

Appréciation de l'entretien et remerciements.

Préparation d'un éventuel autre RdV.

## Annexe 9. Retranscription cas société X

Nous allons développer sans cet encadré une expérience *in vivo* rapportée par divers témoins l'ayant vécues. L'équipe managériale ayant depuis changé, nous ne sommes pas en mesure de demander jusqu'à quel point il est possible de la diffuser et de l'exploiter ici. Nous taillons donc le nom de la société :

*Certaines sociétés de bourse devenues des PSI, surtout sous l'impulsion du terrain (management intermédiaire et vendeurs), ont parfois tenté de mener une réflexion sur comment (re)penser l'activité de brokerage prenant en compte les choix qui s'ouvriraient à elles : standardisation tous azimuts, spécialisation ou autres voies.*

*C'est cette dernière option que choisit le responsable du desk de la société X à la fin des années 1990. Remarquant qu'une de ses équipes se développait plus rapidement que les autres aussi bien dans ses prospections clients qu'en termes de rentabilité, il chercha à en comprendre le pourquoi. La raison ne pouvait pas être une base large de clientèle puisque la zone visée par cette équipe était, dans un premier temps, les gestions institutionnelles de pays d'Europe du Sud ou francophones limitrophes à la France et investies en actions, ce qui représente un marché secondaire par rapport aux pays anglo-saxons par exemple.*

*Il y avait dans cette équipe : 1 responsable + 2 puis 3 vendeurs (responsable compris), 1 trader à terme et 1 puis 2 négociateur(s), on leur demanda de passer des tests en accord avec la DRH pour cerner les aptitudes à retenir comme variables explicatives individuelles. Puis, on chercha à identifier avec le groupe ce qui était important dans leur mode de fonctionnement commun. J'ai pu obtenir les résultats concernant le responsable et mettant en exergue les compétences les mieux maîtrisées aussi bien au niveau de ce qui est qualifié de savoir faire que de ce qui est appelé savoir-être. Il est intéressant de remarquer ici qu'on y trouve des éléments dits « transversaux » comme : « capacité à cibler les sources d'information pertinentes, à imaginer de nouveaux scénarios, à diagnostiquer le contexte global, à coordonner rapidement des activités nombreuses, à prendre des initiatives en évaluant les risques, à anticiper des réactions psychologiques de masse et individuelle... »*

*En ce qui concerne l'équipe, il est apparu que c'était l'organisation assez ouverte et souple qui faisait sa force ainsi que la qualité des relations entretenues par ses membres. Il faut noter ici que, dans la plupart des salles de marché, la notion d'équipe de vente est la suivante : elle consiste en des pôles pays avec un vendeur dit « senior » qui reçoit la plupart des courtages car il conserve la relation directe avec les clients de premier rang. Il engage des juniors pour l'aider à couvrir la zone et s'occuper des clients restants de ranking 1 ou 2. Chacun des membres de l'équipe est payé au compteur, c'est-à-dire par un pourcentage individuel sur les opérations qu'il fait directement pour le compte des clients qui lui sont alloués.*

*Cette équipe avait un mode de fonctionnement « participatif ». Le responsable avait ce poste dans la mesure où il était arrivé le premier sur la zone Europe du Sud (par la suite, ce sont rajoutés le Bénélux et la Suisse francophone) pour la développer. Il a rapidement intégré un collègue pour constituer un binôme. Puis au moment de choisir les futurs collaborateurs pour accompagner le développement, il a demandé un fonctionnement sur une enveloppe commune de rémunération prenant en compte les résultats sur la base des courtages communs et sur le niveau d'implication de chacun dans le travail collaboratif. Cette organisation a consisté essentiellement à permettre à chaque membre de l'équipe de développer surtout ce en quoi il était le plus compétent en matière de relation avec la clientèle (Recherche de contacts et de prospects, entretien de la relation, suivi des ordres...), ceci tout en se tenant chacun prêt à se remplacer mutuellement en cas de besoin. Ce travail a aussi consisté à discuter ensemble de la validité ou non d'informations reçues ou seulement perçues comme « sentiments » pour essayer d'avoir une projection pertinente commune. L'idée directrice était, en la matière et contrairement aux usages en cours, de ne pas appeler le client quotidiennement pour de simples revues de presse (sauf à sa demande expresse) mais préférer lui délivrer au moment opportun, des idées construites qui nous semblaient porteuses et sur le long terme. Cette démarche a généré (surtout si le client voyait après plusieurs « tests » la validité de l'approche) des ordres peut-être moins fréquents mais plus substantiels car inscrits dans une stratégie d'investissement lourde. En outre, les opérations de marketing classiques (déjeuners, cadeaux, spectacles...) ont été abandonnées pour préférer, par exemple, des visites directes d'entreprises - certes en rencontrant l'équipe dirigeante mais aussi des opérations jusque dans des ateliers.*

*Suite à l'étude du fonctionnement de cette équipe par la société X, il fût tenté de reprendre ce modèle pour l'ensemble du desk actions avec succès. Mais le rachat et l'intégration d'une société et d'une équipe concurrente amenèrent la direction à mettre en place un management bicéphale et un modèle standardisé à*

*horizon 2000. L'expérience fut cependant reprise et conservée par le département « Small-Mid Caps » qui resta toujours profitable même après l'éclatement de la bulle internet.*

*Au milieu des années 2000, la société X ne voulant plus faire face directement aux risques liées à son activité equities Large Caps, choisissait une autre voie.*



# Listes des annexes, schémas, tableaux et encadrés

## Liste des Annexes :

<i>Annexe 1. NYSE-EURONEXT</i> .....	321
<i>Annexe 2. Réforme de la cote</i> .....	322
<i>Annexe 3. Marché dirigé par les ordres, marché dirigé par les prix</i> .....	323
<i>Annexe 4. Cotation en continu</i> .....	324
<i>Annexe 5. Liste des entretiens</i> .....	325
<i>Annexe 6. Convention des récits de pratiques</i> .....	326
<i>Annexe 7. Listes des récits de pratiques</i> .....	328
<i>Annexe 8. Grille d'aide au récit de pratiques</i> .....	329
<i>Annexe 9. Retranscription cas société X</i> .....	332

## Liste des Schémas :

<i>Schéma 1. Architecture du marché parisien</i> .....	42
<i>Schéma 2. Les acteurs du Brokerage comme intermediaries : deux cas de figures</i> .....	49
<i>Schéma 3. Une représentation stylisée des marchés européens dans le cadre du système MiFID</i> .....	51
<i>Schéma 4. Les différents types d'intermédiation</i> .....	52
<i>Schéma 5. Configuration type d'une salle de marché</i> .....	55
<i>Schéma 6. Réseaux des relations du brokerage et sources d'informations</i> .....	75
<i>Schéma 7. Schéma des configurations de Mintzberg</i> .....	111
<i>Schéma 8. Les attracteurs de la pensée stratégique</i> .....	114
<i>Schéma 9. Processus de la stratégie (Strategy Process: Forming, Implementing and Changing Strategies)</i> .....	117
<i>Schéma 10. Les 3P du strategizing</i> .....	119
<i>Schéma 11. Cadre pour l'élaboration de savoirs à partir de l'expérience de praticiens</i> .....	143
<i>Schéma 12. Iterative-cyclical problem-solving according to Dewey</i> .....	161
<i>Schéma 13. Les éléments-clés de l'agir stratégique dans le brokerage</i> .....	225
<i>Schéma 14. Modélisation de l'agir stratégique comme recherche de légitimité</i> .....	250

## Liste des Tableaux :

<i>Tableau 1. Répartition des activités des 93 PSI enregistrés en France au 1<sup>er</sup> janvier 2012</i> .....	60
<i>Tableau 2. Tableau des suggestions pragmatiques pour la mise en œuvre de la GT</i> .....	154
<i>Tableau 3. Synthèse de la mise en œuvre méthodologique</i> .....	172
<i>Tableau 4. Les cités ou mondes de justification</i> .....	244

## Liste des Encadrés :

<i>Encadré 1.</i> Code « Mondialisation », sous code « Europe ».....	179
<i>Encadré 2.</i> Code « Crise ».....	182
<i>Encadré 3.</i> Code « réseau » sous -code « investisseur institutionnel » .....	185
<i>Encadré 4.</i> Codes « Régulation », « Réglementation » .....	190
<i>Encadré 5.</i> Code « réglementation » - sous code « MiFID ».....	192
<i>Encadré 6.</i> Code « Techniques » sous -code « NTIC ».....	196
<i>Encadré 7.</i> Code « Technologies » - sous code « implémentation ».....	199
<i>Encadré 8.</i> Code « Profession » .....	204
<i>Encadré 9.</i> Codes : « Confiance », « Réputation », « Expertise » .....	207
<i>Encadré 10.</i> Code : « Pouvoir ».....	210
<i>Encadré 11.</i> Code :« identité » - sous code :« identité au travail » .....	214
<i>Encadré 12.</i> Code : « Identité » - sous code : « Identité de soi » .....	217
<i>Encadré 13.</i> Code : « Légitimité ».....	219
<i>Encadré 14.</i> Code : « Légitimité » - sous code : « Justification » .....	223

# Tables des Matières

<b>INTRODUCTION GÉNÉRALE .....</b>	<b>10</b>
ORIGINES DE LA THÈSE .....	13
ANCRAGE ET SUJET DE LA THÈSE.....	14
ARCHITECTURE DE LA THÈSE .....	16
<b>CHAPITRE 1. MARCHÉS, INTERMÉDIATION ET <i>BROKERAGE</i> : QUELS LIENS ?.....</b>	<b>19</b>
INTRODUCTION .....	21
<b>1.1. Des marchés financiers entre mythe et réalité ?.....</b>	<b>22</b>
1.1.1. Marchés de capitaux <i>versus</i> marchés financiers.....	22
1.1.1.1. Le système financier .....	22
1.1.1.2. La notion de marché .....	24
1.1.1.3. Composition des marchés financiers .....	25
1.1.2. Origines et fonctions des marchés financiers .....	27
1.1.2.1. Les fondements historiques.....	28
1.1.2.2. Sentiment de profession à l'anglo-saxonne et institutionnalisation.....	29
1.1.2.3. Le cas français .....	31
1.1.3. La Bourse en France aujourd'hui .....	34
1.1.3.1. Les réformes des marchés .....	34
1.1.3.2. Encadrement des activités de bourse .....	37
1.1.3.3. Architecture et organisation du marché français actuel.....	41
<b>1.2. Intermédiation et intermédiaires financiers : de quoi parle-t-on ?.....</b>	<b>43</b>
1.2.1. L'intermédiation financière.....	43
1.2.1.1. Fondements .....	43
1.2.1.2. Fonctions principales .....	44
1.2.2. « Intermédiation bancaire » <i>versus</i> « intermédiation de marché ».....	45
1.2.2.1. Intermédiation bancaire ou de bilan.....	46
1.2.2.2. Intermédiation de marché et <i>cash-equity brokerage</i> .....	47
1.2.3. Les limites .....	52
<b>1.3. Brokerage, quel rôle sur les marchés actions ? .....</b>	<b>53</b>
1.3.1. Visite d'une salle de marché .....	53
1.3.1.1. Les lieux.....	53
1.3.1.2. Exemple d'une journée type pour un <i>sales actions</i> .....	56
1.3.2. Statuts des activités de « <i>brokerage</i> » en France .....	57
1.3.2.1. Sociétés de <i>brokerage</i> et catégories de PSI .....	58
1.3.2.2. Activités centrales.....	58
1.3.2.3. Obligations des PSI .....	61
1.3.3. Les opérateurs de marché et leur fonction.....	61
1.3.3.1. Les métiers .....	62
1.3.3.2. Qui devient <i>broker</i> ?.....	71
1.3.3.3. Système de rémunération.....	73
1.3.3.4. Le <i>brokerage</i> , une fonction d'information .....	74
CONCLUSION DU CHAPITRE .....	76
<b>CHAPITRE 2. STRATÉGIE ET BROKERAGE : UNE PERSPECTIVE PAR LA PRATIQUE .....</b>	<b>79</b>
INTRODUCTION .....	81
<b>2.1. Quelle littérature académique ?.....</b>	<b>82</b>
2.1.1. Une littérature en Finance .....	82
2.1.1.1. La finance moderne de marché .....	83

2.1.1.2. Asymétrie de l'information et Microstructure des marchés .....	89
2.1.1.3. Finance comportementale et autres courants hétérodoxes en finance .....	92
2.1.2. Une littérature en sociologie .....	96
2.1.2.1. Sociologie des marchés .....	96
2.1.2.2. La sociologie de la finance.....	100
<b>2.2. Formation de la stratégie et brokerage : l'agir stratégique .....</b>	<b>103</b>
2.2.1. La formation de la stratégie .....	104
2.2.1.1. Construction de la question de recherche .....	105
2.2.1.2. Quel projet de recherche ? .....	107
2.2.2. Stratégie et Processus.....	108
2.2.2.1. Qu'entendons-nous par stratégie ? .....	109
2.2.2.2. La formation de la stratégie, une question de processus ?.....	115
2.2.3. La perspective de la « <i>Strategy as Practice</i> » (SaP) .....	118
2.2.3.1. Intérêt de l'approche SaP pour notre recherche .....	118
2.2.3.2. Actionner Processus et SaP .....	120
CONCLUSION DU CHAPITRE .....	121
<b>CHAPITRE 3. CADRES ÉPISTÉMOLOGIQUE ET MÉTHODOLOGIQUE DE LA RECHERCHE .....</b>	<b>123</b>
INTRODUCTION .....	125
<b>3.1. Positionnement Épistémologique.....</b>	<b>126</b>
3.1.1. Un ancrage pratique philosophiquement marqué .....	127
3.1.1.1. Intégrer l'expérience et les savoirs des praticiens .....	128
3.1.1.2. Le défi pragmatiste de la perspective « <i>Strategy-as-Practice</i> » .....	131
3.1.2. Les « sciences de l'artificiel » et le « paradigme épistémologique constructiviste pragmatique ».....	135
3.1.2.1. Les sciences de l'artificiel .....	136
3.1.2.2. Le paradigme épistémologique constructiviste pragmatique de la recherche (PECP).....	138
3.1.3. Le canevas de la recherche .....	141
3.1.3.1. Un cadre visant à capturer l'expérience des praticiens .....	141
3.1.3.2. Les apports rendus possibles par ce cadre.....	143
3.1.3.3. Un cadre favorisant l'enrichissement réciproque entre théorie et pratique .....	145
<b>3.2. Mise en œuvre de la méthodologie .....</b>	<b>146</b>
3.2.1. Une démarche inspirée de la « <i>Grounded Theory</i> ».....	148
3.2.1.1. Origines, fondements et évolutions de la <i>Grounded Theory</i> .....	148
3.2.1.1. Adaptation à notre recherche.....	150
3.2.2. Déploiement des outils méthodologiques .....	157
3.2.2.1. Une boucle de connaissance .....	157
3.2.2.2. Recueil, traitement des données et outils méthodologiques .....	162
CONCLUSION DU CHAPITRE .....	173
<b>CHAPITRE 4. AGIR STRATÉGIQUE ET BROKERAGE : ÉLÉMENTS-CLÉS ÉMERGENTS .....</b>	<b>175</b>
INTRODUCTION .....	177
<b>4.1. Émergences contextuelles ou exogènes .....</b>	<b>178</b>
4.1.1. Le poids historique, politique et socioculturel.....	179
4.1.1.1. Tentative de construction d'un marché boursier européen .....	179
4.1.1.2. Les crises du système .....	182
4.1.1.3. La montée en puissance de l'investisseur institutionnel.....	185
4.1.2. Le poids réglementaire .....	190
4.1.2.1. Quelle réglementation ? .....	190
4.1.2.2. Le cas de la MiFID (Markets in Financial Instruments Directive).....	192
4.1.3. Le poids des outils techniques .....	196
4.1.3.1. Conséquence de la montée en puissance des NTIC (Nouvelles technologies d'information et de communication).....	196
4.1.3.2. Nouvelle technologie et nouvelles pratiques ? .....	199
<b>4.2. Émergences individuelles ou endogènes .....</b>	<b>203</b>
4.2.1. Faire reconnaître une profession .....	204

4.2.1.1. Quelle profession ? .....	204
4.2.1.2. Expertise, confiance, réputation : .....	207
4.2.1.3. Une question de pouvoir ? .....	210
4.2.2. Construire une identité ? .....	213
4.2.2.1. Une identité au travail .....	214
4.2.2.2. Une identité personnelle ? .....	217
Pour comprendre ce qui est entendu par identité de soi ou identité personnelle, nous pouvons nous reporter à la citation de Locke (1690) : .....	217
4.2.3. Rechercher une légitimité ? .....	219
4.2.3.1. La légitimité, sous quelle forme ? .....	219
4.2.3.2. La légitimité comme justification ? .....	223
CONCLUSION DU CHAPITRE .....	226
<b>CHAPITRE 5. L'AGIR STRATÉGIQUE : MODÉLISATION THÉORIQUE ET INCIDENCES PRATIQUES.....</b>	<b>229</b>
INTRODUCTION .....	231
5.1. <i>Construction d'un modèle d'agir stratégique</i> .....	232
5.1.1. Praticiens et « <i>sensemaking/sensegiving</i> » .....	233
5.1.1.1. « <i>Enactement</i> », « <i>Sensemaking/Sensegiving</i> », de quoi parle-t-on ici ? .....	233
5.1.1.2. « <i>Sensegiving/sensemaking</i> » et <i>brokers</i> : .....	235
5.1.1.3. Liens <i>Sensemaking/Sensegiving</i> et <i>Strategizing</i> : .....	236
5.1.2. Pratiques et Néo-Institutionnalisme .....	237
5.1.2.1. Néo-Institutionnalisme, de quoi parle-t-on ici ? .....	238
5.1.2.2. Néo-institutionnalisme et <i>Brokerage</i> .....	240
5.1.2.3. Liens Néo-institutionnalisme et <i>Strategizing</i> .....	241
5.1.3. Praxis et Théorie de la Grandeur .....	243
5.1.3.1. Théorie de la Grandeur, de quoi parle-t-on ici ? .....	243
5.1.3.2. Liens Théorie de la Grandeur et <i>Brokerage</i> .....	245
5.1.3.3. Théorie de la Grandeur et <i>Strategizing</i> .....	247
5.1.4. Une combinaison d'éclairages théoriques pour quel modèle ? .....	248
5.1.4.1. Une proposition de modèle .....	249
5.1.4.2. Le binôme légitimité/ <i>Strategizing</i> .....	251
5.2. <i>Quelques incidences pratiques pour le brokerage</i> .....	253
5.2.1. Une activité doublement stratégique .....	254
5.2.1.1. Les opérateurs de marché, interfaces stratégiques des entreprises .....	254
5.2.1.2. Une indépendance à reconquérir ? .....	255
5.2.2. De l'intermédiation à la médiation .....	259
5.2.2.1. Une activité de médiation ? .....	259
5.2.2.2. Médiateurs, <i>middle-men</i> et <i>middle-managers</i> .....	261
5.2.3. Reconcevoir l'organisation et le management du <i>brokerage</i> : premières pistes .....	262
5.2.3.1. Reconnaissance du rôle central de l'information ? .....	262
5.2.3.2. Quelles pratiques renouvelées ? .....	267
5.2.3.3. Quelle responsabilité ? .....	271
CONCLUSION DU CHAPITRE .....	273
<b>CONCLUSION GÉNÉRALE .....</b>	<b>275</b>
1/ « <i>First, SaP research primarily draws on sociological theories of practice rather than economic theories</i> » .....	279
2/ « <i>Second, SaP broadens the scope of what strategy research explains</i> » .....	282
3/ « <i>Third, this broader explanatory remit has helped to widen the types of organizations studied</i> » .....	283
4/ « <i>Fourth, SaP has achieved a substantial methodological shift</i> » .....	284
<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>287</b>
<b>LEXIQUE .....</b>	<b>313</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>319</b>
<b>LISTES DES ANNEXES, SCHÉMAS, TABLEAUX ET ENCADRÉS .....</b>	<b>335</b>
<b>TABLES DES MATIÈRES .....</b>	<b>337</b>

## Résumé

Cette thèse se propose d'étudier une activité et des organisations singulières, le *brokerage* et les sociétés d'intermédiation financière de type Prestataire de Service en Investissement – encore appelée récemment société de bourse – sur Euronext France. L'idée est d'éclairer, à partir des pratiques des acteurs qui y sont impliqués et leurs interactions avec leur environnement, le processus de formation de la stratégie entendu comme agir stratégique ou « *strategizing* » dans la perspective de la *Strategy-as-Practice*. Ce type d'organisation, inséré dans le système financier aujourd'hui très prégnant économiquement et socialement, nous semble particulièrement intéressant car au centre de développements en microstructure et en sociologie de la finance mais peu observé du point de vue du management stratégique. Il est soumis à des transformations importantes depuis deux décennies ayant pour conséquences, plus ou moins apparentes, des tensions internes voire des dérapages.

**Mots-clés :** Agir stratégique, *Brokerage*, Intermédiation financière, Stratégie comme Pratique.