



HAL
open science

Contribution à l'analyse de la formation du jugement des analystes financiers sell-side

Isabelle Chambost

► **To cite this version:**

Isabelle Chambost. Contribution à l'analyse de la formation du jugement des analystes financiers sell-side. Gestion et management. Conservatoire national des arts et metiers - CNAM, 2007. Français. NNT: . tel-00212330

HAL Id: tel-00212330

<https://theses.hal.science/tel-00212330>

Submitted on 22 Jan 2008

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.

CONSERVATOIRE NATIONAL DES ARTS ET MÉTIERS
Groupe de recherche en économie et gestion (GREG)
Centre de recherche en comptabilité (CRC)

CONTRIBUTION À L'ANALYSE
DE LA FORMATION DU JUGEMENT
DES ANALYSTES FINANCIERS SELL-SIDE

Thèse présentée et soutenue publiquement
le 4 décembre 2007
en vue de l'obtention du

DOCTORAT EN SCIENCES DE GESTION

par
Isabelle Chambost

JURY

- Directeur de recherche :** **Monsieur Christian Hoarau,**
Professeur au Conservatoire national des arts et métiers
- Rapporteurs :** **Madame Anne Pezet,**
Professeur à l'université Paris-IX
- Monsieur Robert Teller,**
Professeur à l'IAE de Nice. Université de Nice-Sophia-
Antipolis
- Suffragants :** **Monsieur Bernard Colasse,**
Professeur à l'université Paris-Dauphine
- Monsieur Alain Burlaud,**
Professeur au Conservatoire national des arts et métiers.

*Le Conservatoire national des arts et métiers n'entend donner ni approbation
ni improbation aux opinions émises dans cette thèse.
Ces opinions doivent être considérées comme propres à l'auteur.*

Remerciements

De nature intrinsèquement personnelle, la recherche doctorale, comme la recherche de l'analyste financier sell-side, ne peut être un travail solitaire. Terriblement indispensables, les apports se concrétisent sous des formes multiples, soutiens dans la durée, orientations ou conseils formulés en quelques mots, critiques constructives, écoute attentive.

Je tiens à remercier, en premier lieu, le professeur Christian Hoarau pour la confiance qu'il m'a témoignée en acceptant de diriger ma recherche et pour le soutien indéfectible dont il m'a assurée, en toutes circonstances, tout au long du déroulement de celle-ci.

Je remercie les professeurs Anne Pezet, Alain Burlaud, Bernard Colasse et Robert Teller de m'avoir fait l'honneur de participer à mon jury et d'évaluer mon travail.

Cette thèse doit aussi beaucoup à Samuel Sponem, Yuri Biondi, Larry Bensimhon, Faycel Benchemam pour leurs critiques constructives et leur relecture attentive, transformant les virages tortueux en dernière ligne droite. Je les remercie également, ainsi que mes autres compagnons de route de la première heure, Jacques-Olivier Charron, Philippe Eynaud, Lazhar El Orf, Hervé Mesure, Mohammed Sellami, Olivier Vidal, Abdel Yassaidi, pour leur présence et toutes les discussions que nous avons pu avoir, notamment lors de nos réunions informelles. Ces dernières ont pu vivre également grâce à toutes les personnes qui y ont participé.

Compagnons de bureau, Louis Klee et David Doriol m'ont apporté leur soutien quotidien et leur optimisme à toute épreuve. Anne Marchais-Roubelat m'a acceptée dans son séminaire, ouvert sur toutes les préoccupations et les affres des chercheurs débutants. Christine Musselin, Chrystelle Richard et Isabelle Royer m'ont accordé un peu de leur temps pour partager avec moi leur expérience en matière de Grounded Theory. Eve Chiapello et Yamina Tadjeddine m'ont permis, par les échanges que nous avons pu avoir, de progresser dans ma réflexion. Les membres de l'Association d'études sociales en finance m'ont apporté une indéniable ouverture intellectuelle sur le monde de la finance. Stéphanie Chatelain m'a aidée à franchir les derniers obstacles. Qu'ils en soient tous remerciés.

Je ne saurais oublier tous mes interlocuteurs, analystes financiers, gérants, vendeurs, responsables investisseurs, pour le temps qu'ils ont eu la gentillesse de me consacrer et la richesse des entretiens réalisés. Sans eux, il est évident que ce travail n'aurait jamais pu exister.

Un grand merci également à Jacquemine et Gaëlle, pour m'avoir épargné beaucoup de stress dans la phase ultime de bouclage.

Mes derniers mots sont pour Olivier, Salomé et Noam, pour tout ce que je leur dois.

*À Olivier,
Salomé et Noam.*

TABLE DES MATIÈRES

Introduction générale	21
« Les marchés financiers pensent que... »	21
L'objet et les questions de recherche.....	22
Plan de recherche.....	24
Partie I – Une formation du jugement : de « l'intrapsychique » à l'interactivité	27
Introduction de la partie 1.....	29
<i>Chapitre 1 – Une formation du jugement diversement configurée selon l'appréhension retenue du futur</i>	31
Introduction.....	31
1. La formation du jugement : un processus probabilisable de traitement intrapsychique de l'information en contexte de risque	33
1.1. Une attention très relative portée au processus de jugement par la finance orthodoxe.....	33
1.1.1. <i>Un intérêt centré sur les « outputs » ainsi que sur les « inputs » du processus</i>	34
1.1.2. <i>Un traitement de l'information en contexte de risque</i>	39
1.2. Une déclinaison, par les recherches en comptabilité et finance comportementale, de l'approche cognitiviste du courant de recherches « Judgment and Decision Making » (JDM)	41
1.2.1. <i>Le développement progressif d'une « algèbre cognitive » du jugement</i>	42
1.2.2. <i>Un jugement biaisé au regard du modèle normatif de prise de décision en « incertitude »</i>	47
1.2.3. <i>Une synthèse réalisée par le « modèle conceptuel de jugement » d'Hogarth (1987)</i>	53
1.3. Une formation du jugement appréhendée au travers de l'expertise mobilisée	56
1.3.1. <i>Les modalités de mise en œuvre des savoirs</i>	56
1.3.2. <i>Des questionnements sur la maîtrise des savoirs académiques</i>	60
Conclusion.....	61

2. Une formation du jugement intégrant l'impact des interactions sociales dans une acception essentiellement négative	63
2.1. Une remise en cause de la qualité de l'information diffusée.....	63
2.1.1. <i>Les excès d'optimisme</i>	64
2.1.2. <i>La confrontation des analystes financiers à des conflits d'intérêts</i>	64
2.1.3. <i>L'adoption par les analystes financiers de comportements mimétiques.....</i>	67
2.2. Les apports de perspectives en termes de formation du jugement	70
2.2.1. <i>Une intégration du fonctionnement et de la structuration de l'intermédiation financière.....</i>	70
2.2.2. <i>Une analyse sur la teneur de ses interactions.....</i>	72
3. Une formation du jugement, en contexte d'incertitude, conjuguant interprétation et interactivité.....	77
3.1. La notion d'incertitude.....	77
3.1.1. <i>Une incertitude liée aux limites de la connaissance du monde extérieur.</i>	77
3.1.2. <i>Une incertitude liée aux réactions des autres acteurs.....</i>	78
3.1.3. <i>Une incertitude engendrée par l'individu</i>	78
3.2. Du traitement à l'interprétation de l'information	79
3.3. Une formation du jugement intégrant nécessairement les interactions entre acteurs.....	80
3.3.1. <i>Une représentation du futur qui se construit au cours des interactions.....</i>	80
3.3.2. <i>Une évaluation « autoréférentielle ».....</i>	81
3.3.3. <i>Une construction ex post de la valeur fondamentale.....</i>	83
Conclusion et formulation d'une problématique centrée sur le rôle des interactions dans la formation du jugement.....	85
<i>Chapitre 2 – Une approche interprétative, compréhensive et sociologiquement ancrée</i>	89
Introduction.....	89
1. Le positionnement épistémologique et méthodologique	91
1.1. Le choix du paradigme interprétatif comme positionnement épistémologique.	91
1.2. Le recours à la « théorie enracinée » (ou « Grounded Theory ») comme méthodologie	93
1.2.1. <i>Les origines de cette méthode</i>	94
1.2.2. <i>L'architecture d'ensemble.....</i>	94
1.2.3. <i>Les conditions de validation</i>	96
1.2.4. <i>Le rôle de la littérature.....</i>	97

1.3. Le recours à la Grounded Theory dans les recherches en finance et en comptabilité	98
2. La mise en œuvre de la démarche méthodologique	100
2.1. La réalisation des entretiens	101
2.1.1. <i>Le choix du recours aux entretiens</i>	101
2.1.2. <i>Le choix des interlocuteurs</i>	101
2.1.3. <i>Les conditions sous-jacentes au déroulement des entretiens</i>	108
2.1.4. <i>Les entretiens de validation</i>	116
2.2. Le processus de codage	118
2.2.1. <i>L'unité d'analyse</i>	118
2.2.2. <i>Les différentes étapes de codage</i>	119
2.2.3. <i>Les outils d'aide à la codification</i>	123
3. Les fondements théoriques de l'interprétation et leurs modalités d'émergence	126
3.1. L'émergence des fondements théoriques lors du processus de codage	126
3.1.1. <i>Les difficultés rencontrées dans la mise en œuvre de la Grounded Theory</i>	126
3.1.2. <i>Le passage des « thèmes » aux « catégories »</i>	127
3.2. Les référents théoriques mobilisés et leurs apports à une meilleure compréhension de la formation du jugement	128
3.2.1. <i>Les référents conceptuels de la théorie sociologique néo-institutionnaliste</i>	129
3.2.2. <i>Les apports de la théorie sociologique néo-institutionnelle à la compréhension du processus de formation du jugement</i>	138
3.2.3. <i>Les référents conceptuels de la nouvelle sociologie économique, en termes de dispositifs de construction sociale des marchés financiers et d'encastrement des relations marchandes</i>	142
3.2.4. <i>Les apports de la nouvelle sociologie économique à la compréhension du processus de formation du jugement de l'analyste financier</i>	148
Conclusion	153
Synthèse et conclusion de la partie 1	155

Partie 2 – Propositions d’une formation du jugement s’inscrivant dans un construit social.....	157
Introduction de la partie 2.....	159
Chapitre 1 – Proposition d’une formation du jugement institutionnellement encadrée.....	161
Introduction.....	161
1. L’analyste financier, tenant institutionnel de la recherche de la « valeur fondamentale ».....	163
1.1. La formation du jugement de l’analyste au cœur de sa légitimité	163
1.2. L’importance de la phase « d’inférence »	166
1.3. Les fondements académiques	167
1.3.1. <i>Le primat théorique de « l’analyse fondamentale » sur « l’analyse chartiste ».....</i>	<i>167</i>
1.3.2. <i>Les références en termes de méthodes d’évaluation.....</i>	<i>169</i>
2. La construction de « systèmes relationnels » isomorphiques, fondés sur les principes de gestion « benchmarkée »	171
2.1. La structuration de leur « champ organisationnel » d’appartenance.....	171
2.1.1. <i>Les particularités de ce champ organisationnel</i>	<i>171</i>
2.1.2. <i>Des agents de change aux maisons de courtage.....</i>	<i>173</i>
2.1.3. <i>La reconnaissance institutionnelle du métier de gestion d’actifs.....</i>	<i>175</i>
2.2. Une structuration similaire des maisons de courtage et des sociétés de Bourse, tant organisationnelle que cognitive	177
2.2.1. <i>Une articulation théorique entre les modes de gestion et les modes d’analyse</i>	<i>177</i>
2.2.2. <i>La diffusion en France de la gestion benchmarkée, développée aux Etats-Unis</i>	<i>180</i>
2.2.3. <i>Les impacts de cette diffusion sur l’organisation du travail des sociétés de gestion et de courtage</i>	<i>183</i>
3. La construction de systèmes symboliques référents	191
3.1. Une modélisation des sociétés couvertes fondée sur une catégorisation indicielle.....	192
3.1.1. <i>« Le repérage des frontières »</i>	<i>192</i>
3.1.2. <i>La comparaison intra-catégorielle</i>	<i>199</i>
3.1.3. <i>Les indicateurs clés de mesure</i>	<i>200</i>
3.1.4. <i>La question de la catégorisation : le cas L.</i>	<i>202</i>

3.2. Une catégorisation et une interprétation des informations en référence au « marché »	206
3.2.1. <i>Les informations considérées comme « intégrables ou non » par le marché : le cas des informations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG)</i>	207
3.2.2. <i>L'appréhension du changement de référentiel comptable</i>	213
4. La construction d'un artefact cognitif de dimension institutionnelle : le consensus des analystes	217
4.1. Le consensus des analystes : son design	218
4.1.1. <i>Forte concentration des fournisseurs de consensus</i>	218
4.1.2. <i>Un mode de construction relativement « distribué » entre les différents acteurs</i>	219
4.1.3. <i>Un « artefact cognitif »</i>	222
4.2. L'utilisation du consensus comme outil d'information, référence ou norme ...	223
4.2.1. <i>Un outil d'information, d'interprétation et d'anticipation du marché</i>	223
4.2.2. <i>Une référence obligatoire</i>	226
4.2.3. <i>Un outil induisant divers degrés de normativité</i>	228
4.3. Encadrement des pratiques et jeux d'acteurs	230
4.3.1. <i>Le pilotage du consensus, symbole de son pouvoir structurant</i>	231
4.3.2. <i>Une permanence de la réflexivité</i>	232
Conclusion	234
Chapitre 2 – Une formation du jugement relationnellement ajustée	237
Introduction.....	237
1. La mise en œuvre de « couplages » et de « découplages » lors des processus d'évaluation et de détermination de la recommandation	239
1.1. Une difficile réduction de la complexité	241
1.1.1. <i>L'importance des informations qualitatives et notamment de l'évaluation des directions</i> ..	241
1.1.2. <i>Les méthodes d'évaluations quantitatives et leur incomplétude</i>	245
1.1.3. <i>Une amplification des exigences en termes de réactivité</i>	250
1.2. Une modélisation articulée à une analyse en dynamique de l'évolution des cours boursiers.....	251
1.2.1. <i>De la volatilité des cours boursiers</i>	251
1.2.2. <i>À la recherche des modalités d'intégration de l'information par le marché</i>	253
1.2.3. <i>Entre adaptation et confrontation à l'évolution du cours boursier</i>	256
2. À la recherche de dispositifs d'appréhension « du marché »	263
2.1. L'importance de la constitution d'audiences lors de l'émergence de nouvelles interprétations	263

2.2. La voie privilégiée des « relations » avec les clients	266
2.2.1. Un « marché » diversement appréhendé	266
2.2.2. Une hiérarchisation des modalités d'accès au marché	268
2.3. Des clients caractérisés par une gestion de portefeuille hétérogène et instable dans le temps.....	271
2.3.1. Une remise en cause de la prégnance des gestions « benchmarkées »	272
2.3.2. Une réapparition des gestions « actives » et un renouveau des moyennes capitalisations	274
2.3.3. Des pratiques de gestion multiformes induisant une diversité d'attentes	275
3. Un ajustement de la formation du jugement aux soubresauts du marché par une recherche d'encastrement relationnel	278
3.1. Les dispositifs de construction sociale de la relation analystes/clients	278
3.1.1. Les particularités du modèle économique de la recherche	279
3.1.2. Des dispositifs externes d'évaluation aux critères multiples.....	281
3.1.3. Les différents vecteurs de mise en relation : le rôle incontournable des vendeurs	291
3.2. Les différentes formes d'interactions cognitives entre les analystes et leurs clients	294
3.2.1. L'importance des rencontres « behind closed doors »	295
3.2.2. Un relationnel marqué par des attentes de nature substantive ou procédurale	299
3.2.3. Un questionnement sur le partage des rôles et des responsabilités respectives	307
3.2.4. Une co-construction des jugements, diversement déclinée	310
Conclusion	313
Synthèse et conclusion de la seconde partie	315
Conclusion générale	317
Les contributions de cette recherche	317
<i>Apports théoriques : proposition d'un modèle d'analyse de la formation du jugement.....</i>	<i>318</i>
<i>Apports théoriques relatifs à certaines phases du processus.....</i>	<i>320</i>
<i>La question de l'indépendance des analystes financiers sell-side.....</i>	<i>323</i>
Les limites de cette recherche	324
Les perspectives ultérieures de recherche	325

Annexes et Bibliographie	327
Annexes.....	329
Annexe n°1 – L’environnement de l’analyste financier sell-side	329
Annexe n°2 – Lettres de demande d’entretien adressées aux analystes financiers sell-side	330
Annexe n°3 – Exemple de définition d’unité d’analyse de codage.....	333
Annexe n°4 – Dictionnaire des codes.....	334
Annexe n°5 – Définition des codes sélectifs et axiaux	347
Bibliographie	349

TABLE DES ILLUSTRATIONS

Tableaux

Tableau 1 – Une partition des recherches selon la distinction Risque vs Incertitude.....	32
Tableau 2 – Les conceptions de la formation du jugement de l’analyste selon les contextes de Risque vs Incertitude.....	86
Tableau 3 - Calendrier des 51 entretiens réalisés.....	103
Tableau 4 - Description de l’échantillon des analystes sell-side rencontrés (AS)	104
Tableau 5 - Description de l’échantillon des gérants (G) et analystes buy-side rencontrés (BS).....	106
Tableau 6 - Description de l’échantillon des vendeurs rencontrés	107
Tableau 7 - Description de l’échantillon des responsables investisseurs rencontrés.....	107
Tableau 8 - Autres personnes rencontrées	108
Tableau 9 -Entretiens de validation.....	117
Tableau 10 – Propriétés et dimensions.....	119
Tableau 11 - Thèmes afférents à la notion de « consensus ».....	121
Tableau 12 - Catégories afférentes au « consensus ».....	122
Tableau 13 - « Piliers institutionnels et modes de diffusion » (« carriers ») Extrait de Scott (2001, p. 77).....	133
Tableau 14 - « Piliers institutionnels et modes de diffusion » retenus pour la formation du jugement. Extrait de Scott (2001, p. 77).....	141
Tableau 15 – Évolution de la structure du chiffre d’affaires de L.....	202
Tableau 16 – Évolution des principaux indicateurs de L.	203
Tableau 17 – Évaluation de L. sur la base de multiples, en 2006 (extrait d’un rapport d’analyste) Price Earning (PE) de L. : 8.....	204

Tableau 18 – La formation du jugement de l'analyste : les piliers institutionnels et les vecteurs de diffusion.....	234
Tableau 19 – La formation du jugement de l'analyste : Les vecteurs de diffusion et exemples d'institutions véhiculées.....	235
Tableau 20 – La formation du jugement de l'analyste : les vecteurs de diffusion et les articulations opérées avec les autres acteurs	235
Tableau 21– Survenance d'un événement ou d'une situation charnière.....	264
Tableau 22 – Approfondissement d'un axe particulier	264
Tableau 23 – L'importance de « l'introduction »	265
Tableau 24 – Dénouement.....	265
Tableau 25 – Typologie des relations analystes/clients	306

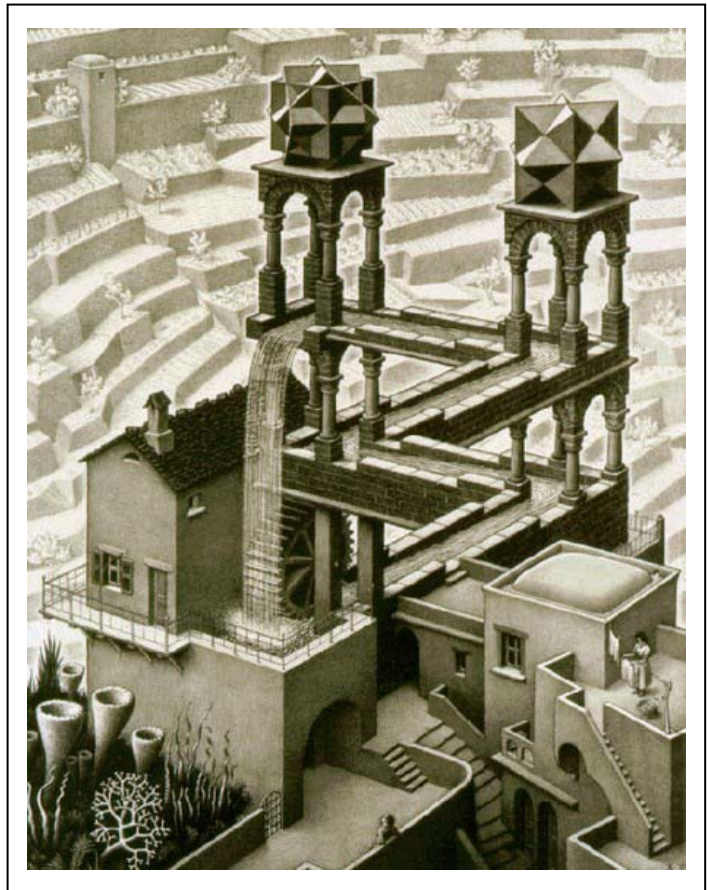
Figures

Figure 1 – Rappel du cheminement de la partie 1.....	30
Figure 2 – Les flux d'informations, écrites et orales, centrés autour de l'analyste sell-side (Version n°1).....	33
Figure 3 – Modèle de Brunswik (source : Hogarth, 1987, p. 9).....	45
Figure 4 – Une fonction de valeur hypothétique (source : Kahneman et Tversky, 1979 p. 279).....	49
Figure 5 – Une fonction de pondération hypothétique (source : Kahneman et Tversky, 1979, p. 283).....	50
Figure 6 – « Un modèle conceptuel de jugement ».....	54
Figure 7- Un processus « statique » de formation du jugement	62
Figure 8 - La mise en œuvre de la Grounded Theory	95
Figure 9 - Articulation des différentes phases de la démarche méthodologique.....	100
Figure 10 - Guide d'entretien avec les analystes sell-side Première vague.....	111
Figure 11 - Guide d'entretien avec les analystes sell-side Deuxième vague	112
Figure 12 - Guide d'entretien avec les analystes buy-side.....	113
Figure 13 - Guide d'entretien avec les gérants	114
Figure 14 - Guide d'entretien avec les vendeurs.....	115
Figure 15 - Guide d'entretien avec les responsables investisseurs	115
Figure 16 - Rappel du cheminement de la partie 2.....	160
Figure 17 – La construction sociale du lien	213
Figure 18 – L'articulation des différents vecteurs d'institutions cognitives et normatives.....	236
Figure 19 – Postures de formation du jugement des analystes financiers sell-side	261
Figure 20 – Rappel : un processus statique de formation du jugement (cf. Partie 1, chapitre 1).....	261
Figure 21 – Un processus dynamique de formation du jugement	262
Figure 22 – Rappel : les flux d'informations, écrites et orales, centrés autour de l'analyste sell-side (Version n°1)	311

Figure 23 – Les flux d’informations, écrites et orales, centrés autour de l’analyste sell-side (Version n°2).....	311
Figure 24 – La formation du jugement : processus d’articulation de l’ancrage institutionnel et de l’encastrement relationnel	315
Figure 25- Proposition d’une approche de la formation du jugement de l’analyste financier sell-side.....	319

“In the midst of the word he was trying to say
In the midst of his laughter and glee,
He had softly and suddenly vanished away
For the Snark *was* a boojum, you see”.

The hunting of the Snark
Lewis Carroll



Le mouvement perpétuel
Escher

Introduction générale

« Les marchés financiers pensent que... »

Symbole du pouvoir des investisseurs, cette assertion traduit, dans un contexte de globalisation financière, la montée de leur influence sur la gestion des entreprises cotées. Cette influence s'est concrétisée en termes d'implications managériales. Les stratégies se sont financiarisées par la mise en place de politiques de recentrage, de rachats d'actions, de montages financiers à effet de levier (Batsch, 1999). Les indicateurs de pilotage ont été orientés vers une certaine conception de la création de valeur, introduisant, au sein des entreprises, la prééminence de la performance financière (Mottis et Ponsard, 2002). De nouvelles formes de rémunération, assises sur les performances boursières ont été développées, de nouveaux modes de gouvernance ont été mis en place (Orléan, 1999 ; Aglietta et Rébérioux, 2004).

L'évolution de la normalisation comptable dans l'Union européenne à compter de 2005¹, donne à cette influence d'autant plus d'acuité. À l'instar du référentiel comptable américain, le référentiel des normes comptables internationales place, en effet, les actionnaires, et par truchement, ses représentants, au rang de destinataires privilégiés².

Cette réification³ des marchés financiers est implicitement porteuse d'une image d'homogénéité, qui résulte d'une convergence naturelle des anticipations ou d'un fort construit social. Or, l'appréhension effective de cette intangible structure cognitive fait apparaître l'importance, longtemps occultée, de structures d'intermédiation financière au fonctionnement complexe (Adler et Adler, 1984). La modification de la structure de l'actionnariat, en faveur des actionnaires minoritaires, a en effet accru l'importance des « relais » entre ces derniers et les directions d'entreprises. Le fonctionnement de cette véritable industrie, qui regroupe différents types d'acteurs et de sociétés, gérant, vendant, conseillant, compensant, demeure cependant difficilement accessible aux acteurs extérieurs, aux « profanes », qui l'appréhendent par l'intermédiaire de ses représentants emblématiques, les analystes financiers.

Interlocuteurs privilégiés des directions d'entreprises, les analystes financiers disposent de sources d'information qui confèrent à leurs travaux une attention particulière de la

¹ Avec une obligation de proforma sur 2004.

² Cf. le cadre conceptuel de l'IASB § 10, § 12 et § 14.

³ Cf. Berger et Luckman (2006/1966).

part de la communauté financière. Leurs analyses et leurs recommandations font l'objet de diffusions écrites et publiques. Ces analystes financiers, dits « sell-side », sont employés par les sociétés de courtage, qui réalisent les transactions pour le compte d'investisseurs, généralement des sociétés de gestion. Au sein des sociétés de courtage, les conclusions des analystes sell-side sont communiquées, sous une forme très concise, aux vendeurs, chargés de les diffuser aux clients actuels ou potentiels. Lorsqu'un intérêt est manifesté, les analystes sell-side présentent leur analyse au cours d'entretiens avec les gérants de fonds et/ou les analystes dits « buy-side », conseils de ces derniers.

La place occupée par ces analystes au sein de l'intermédiation financière leur confère une visibilité mais également une exposition très forte. Les analystes cristallisent l'intensité des soubresauts vécus par la communauté financière. La hausse des marchés financiers accompagne leur montée en puissance, les propulse à un rang inégalé de médiatisation et se traduit tant dans leur volume d'emploi que dans le montant de leurs rémunérations. Une contraction non anticipée de l'activité financière produit les effets inverses, avec le même mouvement amplificateur. Les avatars financiers de la nouvelle économie ont ainsi transformé les analystes financiers de « démiurges » en « acteurs sous influence » confrontés à des conflits d'intérêts ou mimétiques dans leur comportement (Sauviat, 2003).

L'attention accordée aux analystes financiers par la recherche en finance, ainsi qu'en comptabilité, épouse les soubresauts de l'actualité financière. Les centres d'intérêt ont ainsi évolué de la question de leur utilité, à celle de la validité de leur raisonnement, pour soulever ensuite celle de leur crédibilité. De très nombreuses études⁴ ont ainsi cherché à répondre aux interrogations suivantes : les prévisions de bénéfices et les recommandations des analystes ont-elle un impact sur les cours boursiers ? Utilisent-ils des informations comptables et à quoi leur servent-elles ? Leurs raisonnements présentent-ils des biais cognitifs au regard d'un certain modèle normatif ? Adoptent-ils des comportements mimétiques ? Sont-ils susceptibles de privilégier les intérêts de certains acteurs, directions des entreprises couvertes, « département corporate », gérants, au détriment d'une diffusion publique ? Est-il ainsi possible de leur faire confiance ?

Tel Janus, l'analyste financier apparaît, tour à tour, comme un expert ou un acteur dépossédé de son jugement.

L'objet et les questions de recherche

Critiqués, les analystes financiers n'en demeurent pas moins des acteurs indispensables et incontournables, tant pour les directions d'entreprises que pour les investisseurs. Ils le deviennent d'autant plus que l'évolution de la réglementation comptable est censée répondre à leurs préoccupations.

En comparaison d'autres acteurs comme les commissaires aux comptes ou les experts des comités d'entreprises, la formation du jugement des analystes financiers présente de

⁴ Cf. revue de la littérature.

fortes particularités. Leurs analyses supposent 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. Ces analyses font l'objet d'une matérialisation écrite, publiquement diffusée, donnant lieu à une confrontation immédiate à celles de leurs pairs et aisément évaluable à l'aune de l'évolution des cours boursiers.

Si les analystes sont parties intégrantes des marchés financiers, ils n'en sont que des acteurs parmi d'autres. Une analyse de leur insertion au sein du fonctionnement des marchés financiers ne peut qu'enrichir l'étude de leurs cheminements intellectuels. L'objectif est ainsi d'essayer d'appréhender leurs pratiques dans leur complexité, ce que l'étude des prévisions de bénéfices ou les recommandations formulées ne permet pas forcément d'effectuer, et, ce faisant, de nuancer certaines approches.

Cette recherche a pour objet d'apporter des éléments de réponse à la question suivante : Comment, au travers de leur inscription sociale, les analystes financiers, dits sell-side, forment-ils leur jugement ?

De par sa nature profondément duale, le jugement met en jeu des capacités tant de discernement que de positionnement. Il s'appréhende comme un processus de raisonnement logique, dont l'aboutissement en est une composante structurante. Mais il représente également un engagement pour celui qui le professe et pose, en ce sens, la question de son inscription sociale. Cette inscription peut se poser en termes de prise en compte « d'autrui », présence imaginaire, implicite ou explicite, apporteuse de sens ou d'influences. Elle renvoie également à la vision d'un collectif, organisationnel ou institutionnel.

L'inscription sociale au sens de la prise en compte d'autrui en tant que source d'influences a été étudiée par les recherches afférentes à la question des conflits d'intérêts ou aux comportements mimétiques. L'inscription sociale au sein d'un collectif dans une logique de recherche de sens a été moins analysée, bien que très prégnante dans les entretiens réalisés. Notre étude porte ainsi sur les modalités sociales d'élaboration, par les analystes financiers, de leurs grilles d'analyse, en s'interrogeant sur la manière dont les interactions avec les autres acteurs participent à cette construction.

Cet objet se décline donc en deux questions de recherche :

- *Comment l'analyste sell-side est-il amené à mobiliser différents dispositifs, véhiculant des orientations, cognitives et normatives, institutionnalisées ?*
- *Comment l'analyste se positionne-t-il vis-à-vis de cet encadrement institutionnel, notamment au travers des relations nouées avec ses clients ?*

Cette recherche n'a pas vocation à s'intéresser à la pertinence des travaux des analystes financiers. L'utilité des analystes financiers ne sera pas étudiée sous l'angle de la justesse de leurs recommandations ou de leurs prévisions de résultats. Néanmoins, l'étude de la formation de leur jugement conduit, in fine, à mettre en évidence la manière dont les gérants et les analystes financiers buy-side perçoivent le rôle des analystes financiers sell-side dans un jeu de positionnements réciproques, de légitimité et d'endossement de responsabilités.

Le contexte retenu est celui du marché financier français. Même si certains des analystes rencontrés ont été amenés à travailler sur les marchés anglais et, plus généralement, ont pour clients des investisseurs anglo-saxons, la déclinaison aux autres pays de l'analyse réalisée demanderait des investigations complémentaires.

Afin de ne pas trop alourdir la forme, les analystes financiers sell-side peuvent être désignés dans les développements suivants de manière raccourcie, par les termes « d'analystes » ou « d'analystes financiers ». Lorsqu'il sera fait mention des analystes financiers buy-side, ceux-ci seront nommément désignés.

Plan de recherche

La première partie de ce travail doctoral est consacrée au positionnement de notre recherche vis-à-vis des recherches antérieures ainsi qu'à la construction d'une grille d'analyse permettant une lecture du terrain.

La revue de littérature présentée dans le premier chapitre a pour première vocation de dégager les grandes conceptions de la formation du jugement sur les marchés financiers, dans lesquelles s'inscrivent les recherches en finance ainsi qu'en comptabilité qui se sont intéressées à ce sujet. Ces recherches l'abordent, en effet, à l'aune de leurs préoccupations respectives : l'utilité des informations comptables ou la question de l'efficacité des marchés financiers. L'étude des fondements théoriques de ces recherches conduit à opérer une partition fondée sur l'approche du futur. Deux grandes conceptions de la formation du jugement sont mobilisées : une conception intrapsychique de traitement de l'information dans un contexte de risque, ou une conception interactive, fondée sur l'interprétation de l'information dans un contexte d'incertitude. Pour la première conception, qui constitue le soubassement des recherches en finance orthodoxe, comportementale et pour partie en comptabilité, l'analyste financier recherche à appréhender la valeur fondamentale des titres, définie ex ante. Pour la seconde conception, développée par l'école des conventions et les travaux d'Orléan, l'analyste financier participe à la construction ex post de la valeur fondamentale.

Cette revue de littérature ouvre ainsi des pistes de recherche sur la prise en compte de l'inscription sociale de l'analyste financier en tant que source d'interférences ou en tant qu'élément constitutif de la construction du jugement. Elle conduit également à soulever des interrogations sur la manière dont l'analyste opère la réduction de la complexité en sélectionnant, interprétant, « agrégeant » des informations de nature tant quantitative que qualitative. Les interrogations portent également sur la manière dont l'analyste articule la modélisation obtenue à sa recommandation, dont il se va positionner vis-à-vis des autres acteurs et, plus globalement, dont il participe à l'émergence d'une pensée collective.

Les modalités d'appréhension de ce phénomène, réalisées essentiellement in vitro ou à partir de l'étude de bases de données, ont conduit à **orienter notre recherche vers une approche interprétative, à visée compréhensive, développée dans le second**

chapitre. La méthode de la Grounded Theory, mise en œuvre essentiellement au travers de la réalisation et du codage d'entretiens, offre l'opportunité de poser un autre regard, porté par les problématiques émergentes des préoccupations des acteurs. Le processus de conceptualisation, structuré par l'alternance de phases d'induction et de déduction, s'est opéré par la mobilisation des cadres théoriques des courants théoriques en sociologie néo-institutionnaliste et sociologie économique. Il aboutit notamment à l'élaboration de propositions de recherche. Le processus de formation du jugement est ainsi apparu comme encadré, mais non déterminé, par des pratiques institutionnalisées. Sa finalisation s'opère par des ajustements qui dévoilent l'importance d'un certain encastrement relationnel.

La seconde partie de cette recherche développe ainsi une approche de la formation du jugement des analystes sell-side à l'aune de cette double orientation.

Les développements du premier chapitre tentent de montrer comment, pour former son jugement, l'analyste financier recourt à des pratiques présentant certains degrés d'institutionnalisation, de nature cognitive et normative. Cette analyse est structurée par l'étude des modes de diffusion de ces institutions : son appartenance professionnelle, les systèmes relationnels qui conduisent à la mise en place de modes organisationnels, au sein des sociétés de courtage, isomorphiques à ceux des sociétés de gestion, l'utilisation de systèmes symboliques, concrétisés parfois dans certains objets, le recours inévitable au consensus des analystes, véritable artefact cognitif.

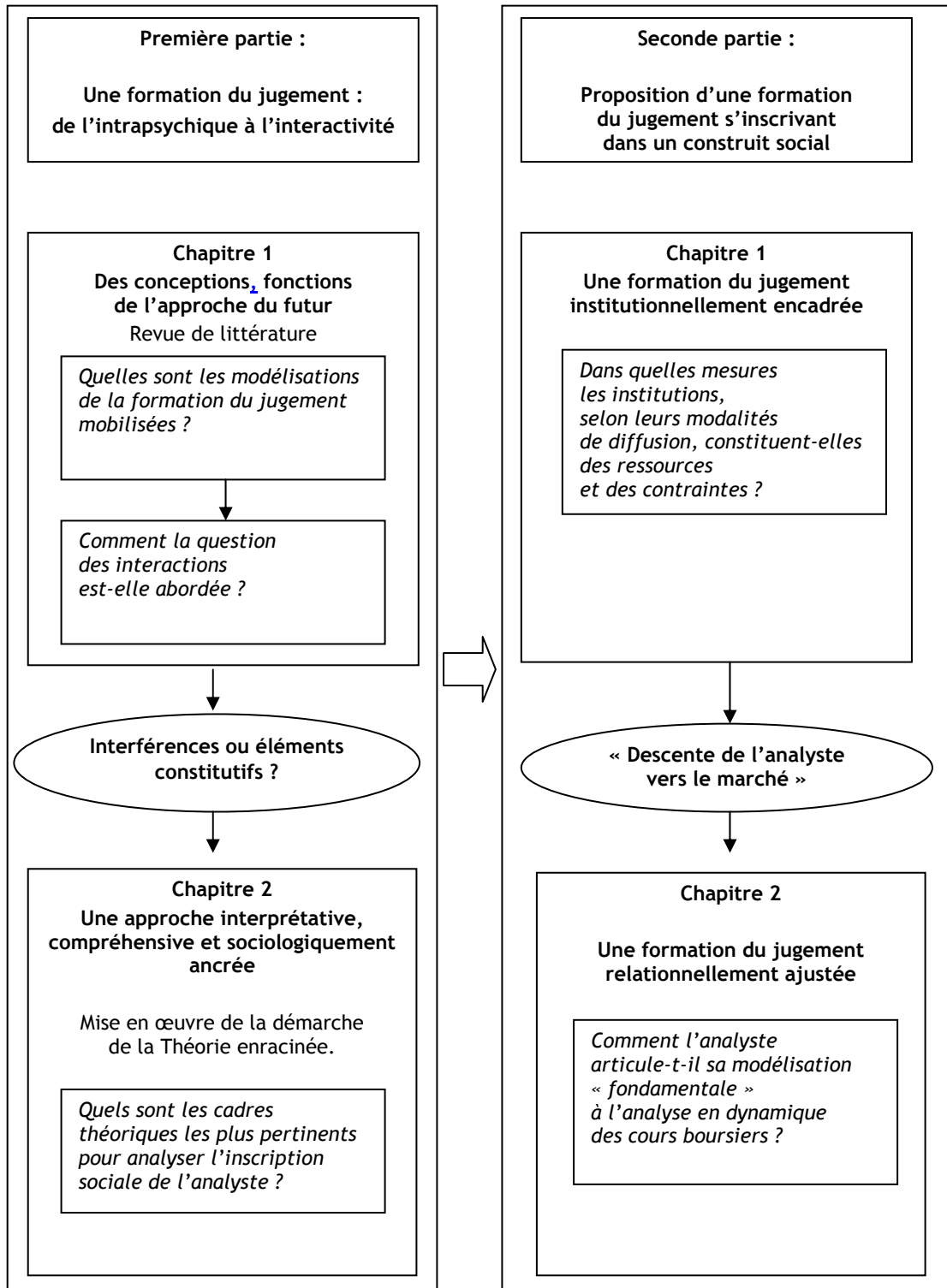
Ces pratiques institutionnalisées apportent des repères en permettant l'orientation du regard, en donnant des règles de sélection, en offrant des modalités de comparaison. Elles contraignent également l'analyste lorsqu'elles conduisent à une définition précise de ses tâches intellectuelles et de ses relations avec les autres acteurs. Elles opèrent ainsi un ancrage cognitif de l'analyste sell-side avec les vendeurs, les analystes buy-side ou les gérants, ressenti comme « une descente vers le marché ». Tenants institutionnels de la recherche dite « fondamentale », orientée vers l'économie réelle, les analystes sont ainsi confrontés à la difficile réconciliation de leur valorisation « subjective »⁵ des titres d'une société avec l'évolution afférente des cours boursiers.

Cette tentative de réconciliation est analysée dans le second chapitre, qui met l'accent sur la dimension agentique de l'analyste financier, rapidement abordée dans le premier chapitre par la mise en évidence de la réflexivité dont peuvent faire preuve les analystes. Si les pratiques institutionnalisées encadrent la formation du jugement de l'analyste, elles ne le déterminent pas, en raison notamment de leurs divergences, de leur incomplétude opérationnelle et des fortes variations des modalités d'intégration des informations par « le marché ».

L'analyste est ainsi amené à poser ses propres règles, mais surtout se trouve confronté à l'impérative nécessité d'accéder aux interprétations réalisées par les autres acteurs, en particulier des analystes financiers buy-side et des gérants. La formation de son jugement s'ajuste ainsi à l'aune des modalités d'encastrement relationnel mis en place

⁵ Les cours boursiers en étant une valorisation « objective ».

avec ses clients. Ce second chapitre étudie ainsi les postures cognitives susceptibles d'être adoptées par les analystes lors de leur confrontation au « marché » ainsi que la manière dont la formation de leur jugement peut s'inscrire dans des processus de co-construction entre acteurs.



Partie 1

Une formation du jugement : de « l'intrapsychique » à l'interactivité



Introduction de la partie 1

Cette première partie retrace le cheminement intellectuel qui a conduit cette recherche à essayer de comprendre la manière dont l'analyste financier sell-side forme son jugement, en intégrant la dimension de son inscription sociale.

Pour réaliser leurs placements en actions, les investisseurs s'adressent à des sociétés de courtage dont les analystes financiers, dits « sell-side », analysent l'opportunité d'acheter ou de vendre des titres⁶ (cf. annexe 1). Intermédiaires entre les directions d'entreprises qui diffusent l'information et les investisseurs, les analystes financiers sell-side ont fait l'objet de nombreuses recherches sur la manière dont ils intègrent l'information diffusée et dont ils se forment leur opinion.

Retraçant les différentes formes d'appréhension de la formation du jugement des analystes financiers, la revue de littérature tente de rassembler les travaux, qui, selon leur ancrage théorique, se sont diversement intéressés à ce sujet, tout en adoptant des référents, essentiellement économiques, de la formation du jugement ainsi que des méthodes de recherches, généralement hypothético-déductives.

Cette revue de littérature, réalisée dans le premier chapitre, esquisse une évolution qui se fonde sur la manière dont le futur est appréhendé. Cette appréhension divise les recherches théoriques en deux grandes approches, selon qu'elles associent ou dissocient les concepts de risque ou d'incertitude.

Tout en conservant le postulat d'individualisme méthodologique, le modèle référent de « prise de décision individuelle » (que nous qualifions « d'intrapsychique ») appliqué au jugement évolue, en effet, à l'aune de différents travaux théoriques en sciences cognitives (Simon, 1978, 1986), en finance comportementale (Kahneman et Tversky, 1979) ainsi qu'en économie des conventions (Orléan, 1994, 1999). Cette évolution s'opère de concert avec celle relative à la rationalité des individus, qui, progressivement, intègre le fait que chaque individu peut se comporter en fonction des actions entreprises par les autres individus.

Nous verrons comment les recherches s'intéressant au jugement de l'analyste financier ont progressivement pris en compte certaines dimensions afférentes à son inscription sociale, en considérant les interactions avec les autres acteurs comme des interférences perturbatrices ou comme des éléments constitutifs de la formation du jugement.

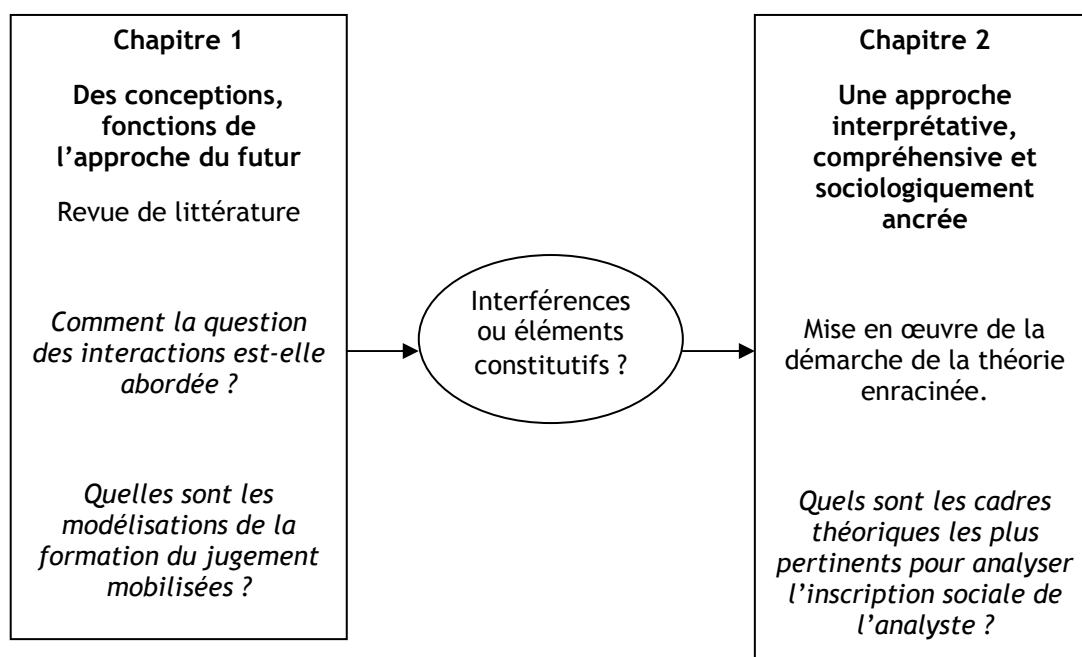
Cette revue de littérature met en évidence des approches du processus de formation du jugement très contrastées et parfois difficilement conciliables. Des interrogations sont ainsi soulevées sur la manière dont l'analyste met en œuvre ses connaissances académiques, procède à sa modélisation et l'articule avec la formulation de ses recommandations. Plus largement, cette revue de littérature amène à s'interroger, de

⁶ Les investisseurs peuvent avoir aussi en interne leur propre recherche, réalisée par des analystes dits « buy-side ».

manière plus approfondie, sur les modalités d'insertion de l'analyste au sein de l'intermédiation financière et sur les interactions cognitives entre les différents acteurs. Elle apporte ainsi des orientations pour la réflexion, en particulier la question de savoir dans quelle mesure les interactions avec les autres acteurs apportent aux analystes financiers sell-side les modalités de réflexion nécessaires à l'appréhension de la « réalité financière ». Cette revue de littérature ne détermine cependant pas, pour autant, le cadre théorique de la recherche.

L'adoption d'une **posture interprétative, développée dans le second chapitre**, permet de donner la parole aux acteurs et d'essayer de comprendre la manière dont ils appréhendent ce processus de formation. Sa mise en œuvre au travers de **la méthode de la théorie enracinée (Grounded Theory)** nous est apparue comme la plus à même d'apporter une ouverture à l'interprétation. C'est lors du processus, tant inductif que déductif, de l'analyse des données issues des entretiens, que les canevas des théories sociologiques néo-institutionnalistes et des recherches en sociologie économique, sont apparus comme les plus aptes à retracer les phénomènes émergents des entretiens.

Figure 1 – Rappel du cheminement de la partie 1



Chapitre 1

Une formation du jugement diversement configurée selon l’appréhension retenue du futur

Introduction

Ce chapitre analyse comment, selon l’appréhension retenue du futur, la formation du jugement de l’analyste financier sell-side a été diversement configurée.

Dans un premier temps, la formation du jugement des analystes financiers est appréhendée, en contexte de risque, comme un processus probabilisable, de traitement intrapsychique de l’information.

Pour la finance orthodoxe, l’analyste financier a pour rôle de « révéler » l’information à la communauté financière en opérant des traitements permettant de la synthétiser et d’approcher la valeur fondamentale des titres, définie ex ante. Le processus même de formation du jugement est peu étudié, réduit à la collecte d’informations exogènes au marché ainsi qu’à la réalisation de prévisions de bénéfices et de recommandations, diffusées à la communauté financière.

Nous verrons comment la déclinaison des recherches, réalisées en psychologie cognitive et sociale, conduit les recherches en comptabilité ainsi qu’en finance comportementale, à étudier la formation du jugement des analystes financiers, dans un cadre de modélisation mathématique. La formulation de la théorie des perspectives (Kahneman et Tversky, 1979) entraîne un nombre important d’études, documentant des biais cognitifs issus de la mise en œuvre d’heuristiques. C’est également dans cette perspective intrapsychique que se développent des travaux cherchant à comprendre la manière dont l’analyste met en œuvre ses connaissances académiques comptables et financières.

Dans un second temps, la formation du jugement est analysée en intégrant les impacts des interactions sociales, dans une acception plutôt négative.

La mise en évidence de forts pourcentages de recommandations à l’achat et de prévisions de bénéfices excessivement optimistes conduit à analyser dans quelles

mesures les autres acteurs peuvent influencer la formation du jugement de l’analyste. Il sera alors étudié comment les recherches en finance comportementale et en comptabilité se centrent sur l’étude des impacts des conflits d’intérêts, auxquels l’analyste peut être potentiellement soumis.

Les recherches sur les comportements mimétiques ouvrent, par ailleurs, la voie aux apports informationnels que l’interaction avec les autres acteurs peut apporter. La généralisation de tels comportements conduirait, cependant, à vider les prix de tout contenu informationnel.

Nous verrons enfin dans un troisième temps, comment l’abord de la formation du jugement en contexte d’incertitude conduit à aborder ce processus en termes d’interprétation des informations et de nécessaires interactions avec les autres « agents ». Le futur n’est plus appréhendable par des états du monde, définis ex ante. La représentation du futur, la détermination des préférences et donc la valeur fondamentale des titres émergent au cours des échanges. Le processus de formation du jugement ne peut plus être modélisé. Il se construit par une interprétation des informations dans un cadre d’interactions avec les autres acteurs.

Les développements suivants ont ainsi pour objectifs d’étudier les différentes configurations de la formation du jugement des analystes financiers, les perspectives qu’elles offrent et les interrogations qu’elles soulèvent.

Tableau 1 – Une partition des recherches selon la distinction Risque vs Incertitude

Contextes	Objets de recherche relatifs à la formation du jugement	Conceptions de la formation du jugement
Risque	Biais cognitifs	« Intrapyschique »
	Interrogation sur la maîtrise des connaissances académiques	
	Conflits d’intérêts	Acception négative des interactions sociales
	Comportements mimétiques	
Incertainité	Construction interactive de représentations	Nécessité d’interactions sociales
	Imposition de représentations cognitives	

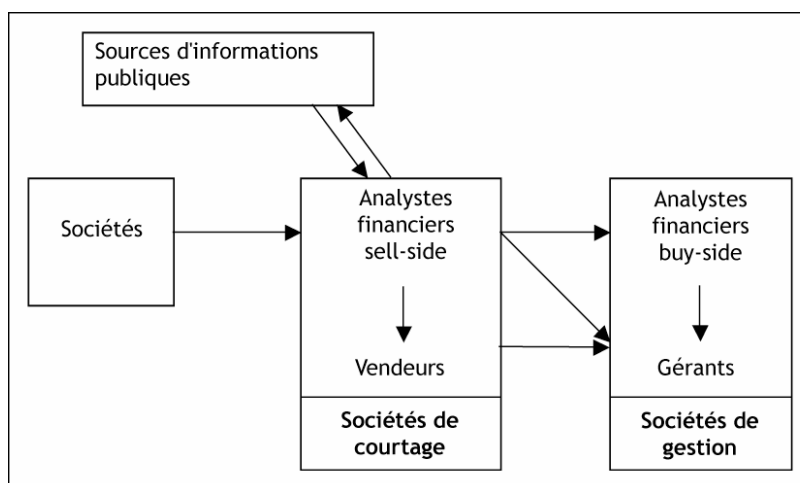
1. La formation du jugement : un processus probabilisable de traitement intrapsychique de l’information en contexte de risque

1.1. Une attention très relative portée au processus de jugement par la finance orthodoxe

Les analystes dits « sell-side » réalisent leur recherche au sein des sociétés de courtage (ou « broker »). Ils interviennent sur le marché secondaire des titres, en appui des vendeurs. Les sociétés de courtage travaillent pour le compte des sociétés d’investissement, gérant les portefeuilles de titres pour compte de tiers. Elles les conseillent sur leurs mouvements de titres et, si la société d’investissement leur en passe l’ordre, elles réalisent matériellement les opérations de vente ou d’achat de titres. Elles sont alors rémunérées sous forme de commissions, fonctions du volume de courtage.

Les analystes sell-side réalisent leur recherche en collectant de l’information exogène au marché, dans l’économie réelle, notamment auprès des directions des sociétés qu’ils couvrent. Interlocuteurs privilégiés, dans les faits, de ces directions, ils ne sont cependant pas censés recueillir de l’information, qui serait « privilégiée⁷ ». En contrepartie, leur rôle consiste à réaliser des études, aboutissant à des prévisions de bénéfices ainsi qu’à des recommandations, et à les diffuser sous forme écrite, à l’ensemble de leurs clients et de la communauté financière.

Figure 2 – Les flux d’informations, écrites et orales, centrés autour de l’analyste sell-side (Version n°1)



⁷ « non publique, quantitativement précise et susceptible d’influencer les cours », art. 1.1. Code déontologique, SFAF, 2002.

Ce modèle économique, anglo-saxon à l’origine, est représentatif des pratiques actuelles de l’ensemble des places boursières. Alors que les flux économiques sur les mouvements de titres sont monétairement matérialisés, la recherche des analystes n’est pas rémunérée en tant que telle. Des tentatives ont cependant été initiées, par le passé, par différentes sociétés qui ont essayé de promouvoir une recherche indépendante des sociétés de courtage.

Les recherches réalisées en finance sur l’efficacité des marchés financiers ont progressivement fait apparaître le concept de « marché de l’information », sur lequel l’analyste est apparu comme un acteur incontournable. Le processus de formation du jugement de ce dernier est alors essentiellement appréhendé au travers des informations collectées (« inputs ») ainsi que des recommandations émises et des prévisions de bénéfices réalisés (« outputs »). Le traitement de l’information n’apparaît pas important en soi dans la mesure où, implicitement, il se réalise selon le modèle de la prise de décision « en incertitude »⁸ et par application de la formule financière théorique de la valeur fondamentale.

1.1.1. Un intérêt centré sur les « outputs » ainsi que sur les « inputs » du processus

Les recherches réalisées sur le marché de l’information réintroduisent l’intérêt des apports d’informations réalisés par les analystes financiers. Par ailleurs, les théories d’asymétrie informationnelle (Akerlof, 1970) et de l’agence (Jensen et Meckling, 1976) mettent en évidence l’importance des analystes en tant que garants de la qualité des informations diffusées par les directions d’entreprise.

Une considération progressive des analystes financiers en tant qu’apporteurs d’informations

Les recherches en finance orthodoxe sur l’efficacité des marchés se sont intéressées à l’impact direct, sur les cours boursiers, de l’information diffusée publiquement par les analystes financiers. Coûteux et inutiles dans le cadre d’une « efficacité forte », les analystes sont réintroduits dans le cadre d’une « efficacité semi-forte », correspondant à un ajustement des cours au regard de l’information disponible. Les recherches portent alors sur le fait de savoir si les analystes sont capables de réaliser des gains systématiquement supérieurs à ceux qu’implique le modèle traditionnel de formation des rentabilités. Elles cherchent ainsi à appréhender la valeur de leurs prévisions ainsi que de leurs recommandations et ne portent donc que sur « l’output », leur jugement en tant que tel, sans s’intéresser véritablement à sa formation.

De l’inutilité des analystes financiers

Dans la première approche, qui repose sur la compréhension des relations entre information et prix, Fama (1965a) définit l’efficacité des marchés financiers par l’absence d’obstacles à l’intégration de l’information dans les prix. L’efficacité, dite

⁸ Selon le terme consacré.

informationnelle, traduit ainsi la capacité des prix à refléter, à tout instant, l’ensemble de l’information disponible.

Cette définition de l’efficience s’établit en relation avec une conception du mode d’évaluation des actions, de l’information incorporée ainsi que de l’ajustement des prix aux nouvelles informations.

Le cours des actions reflète ou donne l’estimation la plus fiable de leur valeur intrinsèque ou fondamentale, valeur objective, définie de manière exogène au marché et préexistant à l’échange, mais jamais observable.

La prise en compte, dans l’anticipation des prix, de l’ensemble des informations disponibles, repose sur le concept « d’anticipations rationnelles ». Il existe ainsi, entre les individus, un consensus sur les déterminants fondamentaux de la valeur d’une entreprise. La valeur réelle n’est jamais observable, mais les prix qui, eux, le sont, en sont la meilleure estimation possible. Sur la base de l’information disponible, utilisée de manière adéquate, les prix d’aujourd’hui sont la meilleure estimation du prix qui s’établira demain.

La notion d’efficience sera par la suite déclinée par Fama (1970), en « efficience semi-forte » et en « efficience faible ». L’efficience semi-forte caractérise les situations où seules sont intégrées les informations publiquement disponibles passées et futures, comme les conseils des analystes ou les annonces des entreprises. L’efficience devient faible lorsque les cours n’incorporent que l’information passée, telle que les cours boursiers, les données comptables, macro-économiques... (p. 414).

L’ajustement des prix aux nouvelles informations est immédiat et imprévisible. La concurrence pour réaliser les profits, qui s’établit entre les opérateurs « rationnels », a pour effet d’exploiter et d’incorporer immédiatement dans les prix toute l’information disponible.

La forme forte d’efficience suppose que tous les investisseurs disposent, gratuitement, de la même information et ne peuvent influencer, individuellement, les cours des actions de manière significative. Elle contribue donc à asseoir la nature aléatoire des cours boursiers, s’inscrivant dans la poursuite des travaux de Bachelier, Cowles, Kendall, Samuelson (Berstein, 2000, p. 134-136). Il est ainsi impossible de prévoir le cours de l’action l’instant suivant, fonction de la valeur actuelle et d’un aléa imprévisible. Le jeu est alors équitable.

Ce cadre théorique associe ainsi les deux conceptions de l’efficience : « l’efficience informationnelle », selon laquelle les évaluations individuelles reflètent sans biais les fondamentaux, et « l’efficience opérationnelle », selon laquelle il est impossible de battre le marché.

Le modèle ainsi conçu repose sur des hypothèses relatives aux capacités cognitives des individus, à l’existence d’un jugement rationnel, ainsi qu’à leurs comportements individuels et collectifs en matière de transactions économiques (cf. ci-après). Outre l’efficacité de la neutralité de l’organisation des systèmes de transactions, il nécessite la formalisation du lien entre comportements individuels et collectifs, apporté par la « théorie du portefeuille ».

Le processus de coordination des comportements individuels repose sur cette théorie, issue principalement des travaux de Markowitz (1952)⁹ et Sharpe (1964).¹⁰ Ces derniers modélisent la manière dont les investisseurs, réagissant à de nouvelles informations, vont recomposer leur portefeuille.

Markowitz part ainsi de l’hypothèse que tous les individus ont une aversion au risque, dont le degré cependant varie. Il propose alors un modèle normatif de décision d’investissement, qui lie le couple rendement/risque d’un portefeuille au degré d’aversion au risque de celui qui le détient. De ces travaux émerge un modèle liant proportionnellement le risque de chaque titre au risque systématique du marché (par le fameux coefficient bêta). C’est ce risque qui, ne pouvant être éliminé par une diversification du portefeuille, doit donner lieu à rémunération. Comme il est impossible de battre le marché, il convient de former un portefeuille qui soit le plus proche possible du portefeuille de marché, comportant tous les titres en proportion de leur capitalisation boursière (Aftalion, 2003).

Les analystes financiers n’ont plus véritablement de raison d’être. Comme l’explique Fama (1965b), les analystes contribuent, par l’analyse qu’ils produisent, à un ajustement instantané des prix, en réduisant l’écart entre les prix observés et les valeurs intrinsèques. Ils participent ainsi à rendre le marché difficile à prévoir.

Cependant, même si les efforts des analystes fundamentalistes peuvent apparaître épisodiquement payants, leurs choix ne se révèlent pas régulièrement supérieurs à des choix résultant d’une sélection au hasard des titres. L’analyse financière et l’évaluation des actions sont donc des exercices coûteux, qui ne produisent aucun bénéfice.

La réintroduction du rôle des analystes financiers avec la seconde formalisation de l’efficacité des marchés

La seconde formalisation de l’efficacité des marchés financiers intègre la comparaison entre le bénéfice retiré de l’information et le coût mis en œuvre pour l’obtenir.

Grossman et Stiglitz (1980) mettent en exergue et résolvent le paradoxe selon lequel si les investisseurs considèrent que les prix contiennent toute l’information, ils ne s’informeront plus, mais si plus aucun investisseur ne s’informe, alors les investisseurs risquent d’observer des prix qui ne contiennent plus aucune information. Ils ont ainsi montré l’impossibilité de rentabilité anormale à long terme, tout en introduisant la nécessité pour les agents de s’informer.

Il existe en effet deux types d’investisseurs, ceux qualifiés « d’informés », et qui détiennent donc des informations, et ceux qui sont qualifiés de « non informés » (noise traders), qui ne peuvent observer que l’information contenue dans les prix (p. 393). En raison de l’existence de « bruits » sur le marché financier, certaines actions peuvent être sous-évaluées ou surévaluées. Un investisseur informé peut réaliser des gains, grâce aux dépenses réalisées en termes d’information. Il diminue, par là même, la non-efficacité.

⁹ Markowitz H.M. (1952), « Portfolio Selection », *The Journal of Finance*.

¹⁰ Sharpe W.F. (1964), « Capital Asset Prices : a Theory of Market Equilibrium », *The Journal of Finance*, September, p. 885-901.

Ce succès induit cependant un processus d’imitation par d’autres agents, qui vont s’informer, limitant progressivement les gains. À la situation d’équilibre, les gains marginaux et les coûts marginaux d’information s’égalisent.

Cette seconde approche ne remet pas en cause la première, dans le sens où les gains d’information, nets des coûts, tendent vers zéro, mais elle permet la reconnaissance du rôle de l’analyste en tant qu’apporteur d’informations (Fama, 1991, p. 1604).

Afin de tester la forme d’efficience semi-forte, les recherches s’inscrivant dans ce cadre théorique ont utilisé les recommandations et les prévisions de bénéfices réalisées par les analystes pour étudier les modalités d’ajustement des cours boursiers.

Ces recherches, dont Garcia (2001) propose une revue de littérature, s’interrogent sur l’apport effectif d’informations nouvelles par les analystes financiers, qui soient différentes de celles déjà intégrées dans les cours boursiers, (étude des révisions de prévisions de bénéfice, impact des réunions de la SFAF¹¹). Elles étudient également l’ajustement des cours résultant de l’annonce des recommandations d’investissement des analystes. L’ajustement des cours peut en effet s’effectuer de manière instantanée, et donc en conformité avec la théorie, de manière progressive ou de manière amplifiée, si les recommandations induisent des phénomènes de surréactivité. Les analystes sont ainsi assimilés à des apporteurs d’informations en tant que tels.

Une considération portée sur la collecte des informations

Les recherches réalisées dans le cadre théorique de « l’asymétrie informationnelle » ou de la théorie positive de l’agence abordent les analystes financiers sous une autre perspective, valorisant l’importance des relations entre les analystes financiers et les directions d’entreprise.

Les travaux de Stiglitz s’inscrivent, comme ceux d’Akerlof (1970),¹² dans le cadre de l’asymétrie informationnelle qui se fonde sur une remise en cause de l’hypothèse « classique » selon laquelle, sur un marché donné, les biens seraient de qualité homogène et connue de tous. L’échange, sur un marché, de biens hétérogènes, entre individus ayant des caractéristiques différentes, nécessite d’envisager les liens existants entre la qualité des biens et la stratégie des individus.

Si l’hétérogénéité est parfaitement perçue, les échanges se feront selon les préférences des individus, leurs revenus... Mais à partir du moment où la nature du bien devient complexe, l’offreur, qui connaît la qualité de son bien, bénéficie d’une information privilégiée. Les acheteurs se heurtent aux problèmes de l’estimation de la qualité du bien et, par conséquent, de l’appréhension du comportement de l’offreur. Il s’agit donc de mettre en place des mécanismes qui contraignent l’offreur à révéler la qualité de son produit.

Ce problème peut être résolu par l’envoi, par les offreurs, de signaux crédibles, inimitables et de bonne qualité (Akerlof, 1970), par une configuration particulière des

¹¹ Société française des analystes financiers.

¹² Et de Spence (cf. prix Nobel de 2001).

contrats ou par la mise en place d'intermédiaires qui acquièrent l'information et contrôlent le comportement des agents.

Sur les marchés financiers, l'asymétrie d'information provient d'un partage inégal de l'information. Elle peut conduire à renchérir les coûts de transaction pour les investisseurs et le coût du capital pour la société concernée.

Pour résoudre ce problème et permettre aux investisseurs de distinguer les « bonnes » sociétés des « mauvaises », les dirigeants peuvent avoir recours à des signaux se traduisant par la mise en œuvre de décisions financières, de politiques d'endettement, de versements de dividendes (Ross, 1977). Ces signaux auront cependant des conséquences négatives si le signal se révélait erroné. Cette politique de signal peut être avantageusement remplacée par l'analyse financière externe. Le recours aux analystes financiers peut ainsi se révéler moins coûteux et plus efficace puisque ne privant pas les sociétés de sources de financement (Garcia, 2001).

Ce rôle des analystes est également mis en évidence par l'approche positive de la théorie de l'agence. Pour ses tenants, l'asymétrie d'information et les divergences d'objectifs entre dirigeants et actionnaires entraînent des phénomènes de risque moral, liés à l'impossibilité d'évaluer l'effort fourni, et de sélection adverse, en raison de l'absence d'une connaissance précise du bien. Cette incomplétude des contrats induit des coûts dits « d'agence », qui peuvent être notamment réduits, d'après Jensen et Meckling (1976, p. 354-355), par le contrôle exercé par les analystes financiers sur les dirigeants.

Ces perspectives soulignent ainsi, plus ou moins implicitement, la phase de recueil d'informations par les analystes financiers, voire la manière dont ils vont conduire les directions à communiquer les informations dont ils ont besoin. Les analystes ont ainsi vocation à appuyer les préoccupations des régulateurs boursiers en vérifiant la véracité, la qualité et la complétude de l'information fournie.

Les analystes sont cependant implicitement considérés comme des acteurs atomisés et hors contrainte organisationnelle, ayant un rôle privilégié dans la convergence des prix vers la valeur fondamentale. L'information est au cœur du processus. La diversité des anticipations, et donc des évaluations, provient de l'hétérogénéité de l'accès à l'information, certains « agents » pouvant avoir accès à des informations dites « privées ». Mais une fois l'information acquise, celle-ci sera interprétée de manière relativement équivalente par les différents acteurs. L'information permet d'actualiser les préférences, en retenant des orientations similaires, induisant progressivement une convergence.

Sur « l'interprétation » de l'information par les « agents » et donc notamment par les analystes financiers, Rainelli (2003) constate que la « théorie de l'efficacité garde un silence prudent » (p. 43-44). La formation du jugement des analystes n'est, dans ce cadre théorique, pas directement abordée. Elle repose sur des hypothèses implicites de traitement de l'information en contexte de risque.

1.1.2. Un traitement de l’information en contexte de risque

Par la construction d’un modèle de prise de décision « en incertitude », intégrant des probabilités subjectives inhérentes à l’individu, Savage pose les fondements d’une approche de la formation du jugement mathématiquement modélisable.

Les apports théoriques de Savage et de Bayes

Pour distinguer la notion d’incertitude de celle du risque, il est généralement fait référence aux travaux de Knight, publiés en 1921¹³. Ses réflexions théoriques sur la question du profit l’amènent à réaliser une partition entre deux situations extrêmes, « l’incertitude mesurable », qualifiée de risque et « l’incertitude non mesurable » (Rivaud-Danset, 1998). Le premier cas fait allusion à des événements récurrents auxquels il est possible d’associer des probabilités. Il devient alors possible d’élaborer des opérations cognitives relevant du calcul. La situation d’incertitude « non mesurable » est liée, au contraire, à l’unicité des événements.

Contrairement à l’incertitude, le risque permet la mise en œuvre de procédés calculatoires. A l’époque, les mesures numériques considérées comme fiables ne pouvaient se fonder que sur des probabilités dites « objectives ». Données à l’individu par son environnement, elles sont construites à partir de fréquences statistiques, élaborées à partir de la connaissance du passé. Ces probabilités sont notamment utilisées par Von Neuman et Morgenstern (1944)¹⁴ pour le développement de la théorie des choix préférentiels et de la fonction d’utilité¹⁵, servant à modéliser les choix des individus. Comme un joueur, l’individu estime, prédit, parie sur les conséquences possibles de ses choix et optimise leur utilité attendue et, ce, pour n’importe quelle décision de la vie.

Les travaux de Ramsey (1931)¹⁶ contribuent à conceptualiser la notion de probabilités « subjectives », correspondant au degré de croyance personnelle de chaque individu dans la réalisation d’un événement et à en apporter une mesure. Ils permettent d’annihiler la distinction opérée par Knight entre le risque (objectivement probabilisable) et l’incertitude (non observable et donc non probabilisable) en couvrant l’ensemble du champ existant entre les probabilités mathématiques et les croyances personnelles. En effet, selon Ramsey, ce degré de croyance personnelle peut être évalué selon « la disposition à agir de l’individu comme si la proposition était vraie » et donc sur « la logique développée à partir des croyances » (Glatron, 1998, p. 54 et 64). Il devient alors possible d’envisager des procédés calculatoires, y compris en situation d’incertitude.

¹³ Knight F.H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin, Boston.

¹⁴ Von Neumann J., Morgenstern O. (1944/1947/1953), *Theory of Games and Economic Behavior* (3 eds), Princeton University Press.

¹⁵ Si les choix d’un individu obéissent à une certaine axiomatique, ces choix peuvent être modélisés par une fonction d’utilité.

¹⁶ Ramsey F.P. (1931), « Truth and Probability », in Braithwaite (R.), *The Foundation of Mathematics and Other Logical Essays*, Londres, Macmillan, pp. 157-198.

Ces travaux permettent à Savage (1954)¹⁷ de construire la théorie de la prise de décision « en incertitude », en associant l'apport des probabilités subjectives à la théorie des choix préférentiels (Berthoz, 2003 ; Moureau et Rivaud-Danset, 2004).

L'individu décide de l'action à entreprendre en envisageant toutes les conséquences possibles de ses « actes », dans chaque « état du monde » susceptibles de se réaliser. Il leur associe une distribution de probabilités subjectives, fonction de ses convictions sur le degré de réalisation des différents états. Par ailleurs, il évalue son utilité, correspondant à la satisfaction attachée à chaque acte possible, respectant l'ordre de ses préférences. Il choisit alors l'action qui maximise l'espérance de son utilité. La révision des croyances s'opère selon les règles bayésiennes. Il est ainsi possible d'étudier comment, face à une nouvelle information, les individus forment et révisent leurs probabilités conditionnelles et opèrent leur mécanisme d'apprentissage.

Les recherches sur les modèles de jugement « probabilistes » se couplent avec celles sur la prise de décision en « incertitude ». Le jugement devient partie intégrante du processus de formation des connaissances et donc du traitement de l'information. Son étude permet de comprendre comment, à partir d'une information, les individus infèrent une autre information qui aille au-delà de celle dont ils disposent. Le jugement devient progressivement considéré et étudié comme une activité préalable à la décision (Bonner, 1999 ; Connolly *et alii*, 2003 ; Hogarth, 1987).

Une valeur fondamentale préexistante à l'échange

La possibilité de décrire tous les « états du monde » à venir et de leur associer une probabilité d'occurrence permet d'asseoir l'existence d'une valeur fondamentale préexistante à l'échange. Il n'existe en effet aucune ambiguïté ni aucune « incertitude » sur le futur. Cette valeur fondamentale n'est connue d'aucun « agent », mais les cours boursiers en sont la meilleure matérialisation.

L'analyste financier applique implicitement les formules de calcul prônées par la théorie financière, telles que l'actualisation des dividendes futurs (ou des flux de trésorerie), susceptibles de conduire à la détermination de la valeur fondamentale. Selon l'hypothèse des anticipations rationnelles, tous les « agents » ont en tête ce modèle, qui constitue « la vraie » référence pour le calcul de la valeur d'une action (Orléan, 2005).

Grâce à l'intégration de toute l'information disponible, les différentes estimations, dont celles des analystes financiers, s'agrègent et tendent à converger vers un cours, représentatif de la valeur du titre.

Les recherches en finance orthodoxe ne considèrent pas comme un objet d'étude la formation des jugements ainsi que les mécanismes de prise de décision. Les recherches en finance comportementale et en comptabilité vont ouvrir la « boîte noire » en s'intéressant aux catégories d'informations retenues, à leurs modalités de sélection, d'analyse, d'intégration lors de leur traitement ainsi qu'aux méthodes d'évaluation mobilisées.

¹⁷ Savage L.J. (1972), *The Foundations for Statistics*, John Wiley & Sons, 1954 (New York, Dover Publication.

1.2. Une déclinaison, par les recherches en comptabilité et finance comportementale, de l'approche cognitive du courant de recherches « Judgment and Decision Making » (JDM)

Le courant de recherches « Judgment and Decision Making », a particulièrement influencé les recherches sur la formation du jugement des commissaires aux comptes ainsi que des analystes financiers (Maines, 1995 ; Solomon and Shields, 1995 ; Gibbins et Swieringa, 1995). Ces recherches en ont épousé les soubassements théoriques, notamment ceux permettant une modélisation mathématique, conduisant ainsi à une « algèbre cognitive du jugement » (Berthoz, 2003 ; Doherty, 2003 ; Beauvois, 1997).

Ashton et Ashton (1995) détournent ainsi trois grandes autres périodes. Après une première période plutôt empirique, la deuxième période (du début des années soixante-dix aux années quatre-vingt) se caractérise par des recherches centrées sur la construction de modèles linéaires de prise de décision. La confrontation de leurs résultats au regard de ceux issus des modèles normatifs, tels que celui de l'utilité espérée ou de l'inférence bayésienne, permet de documenter différents biais. La troisième période, s'ouvrant au milieu des années quatre-vingt, est centrée sur la compréhension des biais et la recherche de leur réduction. La vision du jugement et de la prise de décision évolue vers une approche de diagnostic. Le rôle de la connaissance et de la mémoire, ainsi que des « variables oubliées », comme les aspects organisationnels et économiques (incitations financières...), sont progressivement intégrés.

Un historique est également retracé par Gibbins et Swieringa (1995 p. 244), qui précisent, qu'après des emprunts au champ de la psychologie sociale et du behaviorisme, la recherche sur le jugement en comptabilité financière prend une orientation cognitive. Elle aboutit, au milieu des années soixante-dix, à des recherches très axées sur les jugements probabilistes. Les recherches des années quatre-vingt s'orientent vers le rôle de la mémoire et des structures cognitives. Cette évolution se déroule parallèlement à l'évolution de son champ théorique de référence.

Les recherches sur le jugement de l'analyste financier, conduites dans le champ de la comptabilité financière, soulèvent ainsi les questions des informations retenues, des traitements opérés, de la distinction entre jugements d'experts et de novices...

En finance comportementale, Shefrin (2001) situe l'apparition du champ de recherches à partir l'article de Slovic de 1972. A partir d'une revue de littérature des travaux portant sur la fiabilité des prévisions des analystes financiers, Slovic (1972) souligne l'existence de biais systématiques au regard des modèles statistiques de probabilité, de calcul de variances, de confusion entre corrélation et de causalité. Il conclut sur l'apport que peuvent représenter, pour la finance, les recherches réalisées en psychologie. L'article de Kahneman et Tversky, publié en 1979, sur la « théorie des perspectives », fait date. Cet apport est intégré progressivement à partir du début, voire du milieu des années quatre-vingt.

1.2.1. Le développement progressif d'une « algèbre cognitive » du jugement

L'approche d'un jugement quantitativement modélisable, développée par le courant de recherche Judgment and Decision Making (JDM), va irriguer nombre de recherches en comptabilité financière puis en finance comportementale.

Les fondements du courant de recherches « Judgment and Decision Making (JDM) »

Dès les années quarante, mais plus largement à partir des années soixante, soixante-dix, le paradigme cognitif s'est développé tant dans le champ de la psychologie cognitive¹⁸ que dans celui de la psychologie sociale¹⁹.

D'après Connolly et *alii* (2003), l'étude du jugement et de la prise de décision émerge en tant que « discipline » à partir des années soixante, de manière concomitante avec le développement de la psychologie cognitive. Cette dernière se démarque de la psychanalyse, en considérant que l'on peut inférer des représentations, des processus mentaux, à partir de l'étude du comportement des individus. Cependant, contrairement à ce que défend le behaviorisme, la psychologie cognitive considère que le comportement est propre au sujet et ne résulte pas de règles extérieures. Dans un premier temps, les recherches procèdent par analogie entre le fonctionnement mental et le fonctionnement cybernétique, « renouant ainsi avec une tradition philosophique d'inspiration rationaliste, qui considère la pensée comme un calcul » (Doron et Richelle, 2004).

La concentration des travaux sur « l'activité mentale » influence l'évolution de la psychologie sociale. D'une étude de l'action, réalisée en relation avec le développement de l'interactionnisme, la psychologie sociale s'oriente alors vers l'étude de la connaissance, considérant l'homme comme un « scientifique spontané » (Beauvois, 1997, p. 8).

Les recherches sur l'étude du jugement et de la prise de décision ont ainsi fortement mobilisé la construction de modèles mathématiques, testés sur leur capacité à représenter ou à évaluer la rationalité des individus. Les recherches sur le jugement ont pris leur essor avec le « modèle de la lentille » de Brunswik, dont l'approfondissement a donné lieu à un premier courant de recherches. D'autres courants se sont développés

¹⁸ « La psychologie cognitive recouvre l'ensemble des mécanismes par lesquels un organisme acquiert de l'information, la traite, la conserve, l'exploite. (...) Elle recouvre notamment les grandes fonctions psychologiques telles que la perception, l'apprentissage, la mémoire, le langage, la fonction symbolique. » (Doron et Richelle, 2004).

¹⁹ La psychologie sociale s'intéresse « aux comportements, jugement et affects des êtres humains en tant qu'ils sont membres de collectifs sociaux ». (Doron et Beauvois, 2004). Le champ de la psychologie sociale donne cependant lieu à de multiples controverses, illustrées par les nombreuses définitions de cette discipline (Beauvois, 2005, p. 5 et pp. 83-85).

sur la base du modèle d’intégration de l’information d’Anderson (1981)²⁰ ainsi que des modèles de jugements probabilisables d’Edwards (1954)²¹ (Connolly *et alii*, 2003).

Si, comme le précisent Goldstein et Hogarth (1997), le courant JDM mobilise différents cadres ou écoles de pensée, Doherty (2003) rappelle les huit référents principaux (p. 648) :

- « le jugement peut être mathématiquement modélisé, ce qui représente le principal apport de ce champ disciplinaire ;
- « la rationalité est limitée ;
- « comprendre la prise de décision nécessite de comprendre les tâches et non de comprendre les personnes ;
- « les décisions sont prises en fonction de niveaux d’aspirations ou de points de référence ;
- « les décideurs utilisent des heuristiques ;
- « l’utilisation de modèles d’aide à la décision est importante, et de simples modèles linéaires réalisent de meilleures prédictions que le jugement humain, même celui d’un expert ;
- « les individus recherchent la confirmation au travers de tâches d’inférence ;
- « la pensée est construite (ou en construction). Pour prendre des décisions, les individus ne consultent pas uniquement les croyances et probabilités préexistantes. »

Goldstein et Hogarth (1997) distinguent plusieurs périodes dans l’évolution des travaux réalisés sur le jugement ainsi que sur la prise de décision. Développées parallèlement dans un premier temps, ces deux voies ont opéré des rapprochements, notamment avec les développements issus de la théorie des choix préférentiels.

Des soubassements théoriques initialement différents entre le jugement et la prise de décision

Les deux champs de recherche initiés dans les années quarante et cinquante se sont fondés sur des référents distincts.

Les recherches sur la prise de décision se sont inspirées des recherches en économie et en statistiques, se structurant, grâce à W. Edwards (1954, cf. ci-après), sur la base de la théorie des choix préférentiels et de la fonction d’utilité.

²⁰ Anderson N.H. (1981), *Foundations of Information Integration Theory*, New York, Academic Press.

²¹ Edwards W. (1954), « The Theory of Decision Making », *Psychological Bulletin* 51 pp. 380-417, (réédité in Edwards (W.) et Tversky (A.), (eds) (1967), *Decision Making*, Harmondsworth, Middlesex, England, pp. 33-64).

Le champ de recherches sur le jugement mobilise des travaux en psychologie sociale. Il intègre, d'une part, la transposition, impulsée par Hammond, des recherches sur la perception menées par Brunswik et de son « modèle de la lentille ». Ce champ de recherche intègre, d'autre part, les travaux sur l'organisation de la perception, initiés par Asch (1946, 1956)²², puis poursuivis, selon une approche antagoniste par Anderson (1981). Le point nodal de cette confrontation réside dans le fait de savoir si la perception s'effectue de manière globale, à l'aide de structures influençant par la suite l'intégration des informations, ou si les informations sont perçues, dans un premier temps, de manière individuelle avant d'être agrégées.

Durant cette première période, que Goldstein et Hogarth (2003) situent entre les années quarante et cinquante, les recherches sur le jugement s'attachent plutôt à l'évaluation psychologique de l'information, lors de l'élaboration de prévisions ou d'évaluations. Les principales préoccupations portent sur la compréhension de ce que les personnes ressentent ou comprennent, ainsi que sur l'appréciation de la précision du jugement émis, au regard de son adéquation avec l'environnement. La question de l'articulation entre jugement et décision, c'est-à-dire entre le jugement et les actions en résultant, n'est cependant pas encore à l'ordre du jour (Goldstein et Hogarth, 2003).

L'importance de la perception : Le modèle de la lentille de Brunswik (1956)²³

(Connolly et *alii*, 2003; Doherty, 2003; Hogarth, 1987).

Dans la lignée des travaux de Brunswik et de Hammond, des recherches se sont intéressées à la modélisation algébrique des processus cognitifs de jugement, relatifs aux modalités de perception et d'organisation des informations perçues. Le modèle de Brunswik est particulièrement mobilisé, à partir des années soixante-dix, par les recherches portant sur la formation du jugement intégrant des informations financières (Maines, 1995 ; Gibbins et Swieringa, 1995).

Pour Brunswik (Hogarth, 1987), un individu ne peut appréhender son environnement qu'avec incertitude. Son « modèle de la lentille » (« lens model ») a été construit en considérant que les organes sensoriels rassemblent et réorganisent des stimuli éparpillés dans l'environnement, comme une lentille capte les rayons lumineux.

Selon la transposition réalisée par Hammond, le jugement peut être modélisé comme un processus cognitif, à l'issue duquel une personne tire une conclusion Y_s (ou inférence) en utilisant des données observables, à propos de quelque chose Y_e qui ne peut être observé. Ce processus se compose de deux systèmes analogues :

- un « système réel » constitué par les relations entre l'événement devant être prédit et les points de référence (« cues ») situés dans l'environnement ;

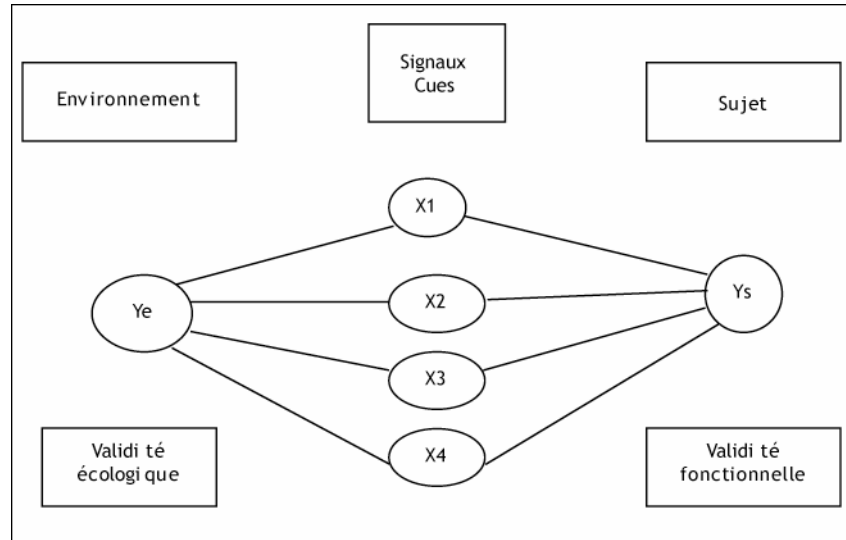
²² Asch S.E. (1946), « Forming Impressions of Personality », *Journal of abnormal and social Psychology*, 41, pp. 258-290.

Asch S.E. (1956), « Studies of Independence and Conformity : a Minority of One Against an Unanimous Majority », *Psychological Monographs*, 70, 416.

²³ Brunswik E. (1956), *Perception and the Representative Design of Psychological Experiments* (2nd ed.), Berkeley and Los Angeles, University of California Press.

- un « système mental », ou modèle, qui repose sur les relations perçues par l'individu entre les points de référence et le jugement porté ;

Figure 3 – Modèle de Brunswik (source : Hogarth, 1987, p. 9)



Le jugement est ainsi réalisé en inférant de données « tangibles » (X_i), mais incomplètes et faillibles, qui servent de références ou de signaux (« cues ») pour appréhender des événements intangibles. L'individu se comporte ainsi comme un « statisticien intuitif », qui combine les informations issues des signaux (Beauvois et *alii*, 2005). La prévision (Y_s) du cours futur d'une action (Y_e) peut être appréhendée ou inférée à partir de prévisions de résultats X_i .

La validité du jugement est mesurée par le degré de correspondance entre le jugement porté (Y_s) et l'environnement (Y_e). Cette validité globale dépend d'une validité écologique et de la validité fonctionnelle.

La validité écologique, qui s'inscrit dans le « système réel », peut être mesurée « objectivement » par le degré de covariation du signal avec le phénomène étudié. Plus le degré de covariation du signal est important, plus son poids réel est élevé. La validité fonctionnelle, qui s'inscrit dans le « système mental », dépend de l'utilisation du signal par celui qui porte le jugement. Celui-ci peut en effet attribuer un poids subjectif au signal qui ne correspond pas au poids objectif. Mais elle est surtout fonction de la manière dont celui qui porte le jugement articule les signaux entre eux (fonction linéaire, exponentielle...), sachant qu'il peut exister des corrélations entre les différents signaux.

En raison de l'incertitude, l'articulation des informations entre elles diffère fortement selon les individus. La précision du jugement dépend des individus mais également de la structure des tâches.

D'après Hogarth (1987), Brunswik souligne ainsi l'importance de l'étude des tâches dans un environnement réel, la transposition dans un milieu expérimental risquant, à son avis,

de modifier la perception du signal, inhérente à l’intercorrélation entre l’organisme et son environnement.

La transposition de ce modèle a engendré un pan de recherches, consacré à la modélisation des différents signaux sous forme de régressions multiples (« lens model equation »), en particulier dans les domaines faisant appel à des diagnostics d’experts. Ce modèle a été progressivement enrichi par la prise en compte des phénomènes de « feed-back » et d’apprentissage.

Les déclinaisons opérées par les recherches en comptabilité financière portent sur l’étude du degré de linéarité des fonctions de jugement, les poids donnés par les analystes financiers aux différentes informations financières (« cues »), le degré d’exactitude du jugement, les effets de feed-back, en particulier lors de la prédiction de cours (Maines, 1995). Elles intègrent pleinement la question de l’importance de la nature des tâches (Ashton et Ashton, 1995), tout en soulignant l’importance de leur « encastrement » dans des contextes économiques, organisationnels et institutionnels, renvoyant à l’évaluation, à la formation et à la rémunération des analystes (Gibbins et Swieringa, 1995 ; Maines, 1995).

L’organisation de la perception et le modèle d’intégration des informations d’Anderson (1981²⁴)

L’étude de la formation des impressions et du traitement de l’information a donné lieu à deux approches antagonistes, portées respectivement par Anderson et Asch. Ce débat sera tranché ultérieurement par la proposition d’un modèle fédératif, « le modèle du continuum » (Beauvois, 1997 ; Drozda-Senkowska, 2005 ; Leyens et Fiske, 1997).

Asch (1946, 1956²⁵) défend le fait que les individus se fondent sur une impression générale qui se décline ensuite au travers de différents attributs. Ce sont ainsi les catégories, les schémas, les scripts, qui guident notre pensée. Ces structures cognitives sont activées par une constellation d’éléments. Les premières informations influencent le sens donné aux informations suivantes, qui vont s’ajuster à la structure d’ensemble.

Pour Anderson (1981), ce sont au contraire les faits (données empiriques, informations...) qui priment. Anderson construit un modèle mathématique « d’intégration de l’information » en considérant que l’impression résulte d’une addition d’éléments considérés isolément. Chaque information est évaluée en tant que telle et forme une impression en se combinant aux autres selon une loi précise. La pondération donnée à telle ou telle information sera fonction de l’enjeu du jugement.

Leyens et Fiske (1997) relatent les différentes recherches qui se sont donc interrogées sur cette supériorité des informations « individualisantes », censées aboutir à un jugement plus exact que celui réalisé à partir d’informations catégorielles. Ils décrivent

²⁴ Anderson N.H. (1981), *Foundations of Information Integration Theory*, New York, Academic Press.

²⁵ Asch S.E. (1946), « Forming Impressions of Personality », *Journal of abnormal and social Psychology*, 41, pp. 258-290.

Asch S.E. (1956) « Studies of Independence and Conformity : a Minority of One Against an Unanimous Majority », *Psychological Monographs*, 70, 416.

ainsi le modèle du « continuum » développé par Fiske et Neuberg (1990),²⁶ fédérant les deux approches. Selon ce modèle, les impressions se forment, dans un premier temps, à partir de catégories globales pouvant se transformer, par la suite, en jugements de plus en plus individualisés.

Leyens et Fiske (1997) concluent surtout que rien n’assure qu’un jugement individualisé conduise à un jugement plus exact qu’un jugement réalisé à partir de catégories. Ils posent la question de la « validité objective » versus la « validité sociale », soulignant que les stratégies cognitives ne « constituent pas des fins en soi » mais supposent la prise en compte « des aspects fonctionnels et d’adaptation ». « Elles nécessitent d’être replacées dans leur contexte social. » (p. 88-90).

Les recherches sur le jugement se couplent avec celles sur la décision au cours des années soixante, soixante-dix. La conjugaison des probabilités subjectives à la théorie des choix préférentiels engendre un nouveau courant de recherches. Sont ainsi testés les axiomes de la théorie d’utilité ainsi que les fondements bayésiens censés conduire à un jugement optimal. C’est dans le cadre de ce positionnement critique que Simon, se fondant sur les limites cognitives des individus, propose le concept de « rationalité limitée ».

Les recherches engendrées par la théorie des choix préférentiels se couplent ainsi également avec celles développées sur les systèmes de traitement de l’information. Les recherches portant sur les « structures de pensée » se transforment en recherches sur les « mécanismes de transformation des informations ». Elles donnent alors lieu à des réflexions en termes de mécanismes calculatoires et plus globalement de « structures informationnelles » ou de « scripts » intervenant dans le décodage des informations (Beauvois, 1997, p. 16).

1.2.2. Un jugement biaisé au regard du modèle normatif de prise de décision en « incertitude »

Le courant « JDM » s’adosse aux travaux en psychologie sociale puis cognitive qui s’inscrivent en point ou en contrepoint des théories fondées sur les fonctions d’utilité et les probabilités subjectives. L’analyse des « biais », évalués à l’aune du modèle bayésien, engendre deux grandes orientations de recherche.

Une première approche consiste à soulever la question de la validité du jugement au regard d’un certain modèle de cognition « scientifique » et à rechercher les possibilités de correction. D’un scientifique « spontané », l’individu devient un « scientifique défaillant » ou un « avare cognitif », notent Beauvois et *alii* (2005, p. 65)²⁷.

²⁶ Fiske S.T., Neuberg S.K. (1990), « A Continuum of Impression Formation from Category Based to Individuating Processes : Influences of Informations and Motivation on Attention and Interpretation », in Zanna (M.) (ed.), *Advances in Experimental Social Psychology*, 23, New York, Academic Press.

²⁷ En référence à la formulation établie par Fiske et Taylor (Fiske S.T., Taylor S.E. (1991), *Social Cognition*, New York, McGraw-Hill, 1991).

Une seconde approche souligne la mise en évidence des capacités d’adaptation de l’individu, confronté à la parcimonie ou au surcroît d’informations, via notamment les processus de feed-back (Hogarth, 1987 ; Berthoz, 2003 ; Beauvois *et alii*, 2005).

Des « heuristiques » à « la théorie des perspectives »

Les heuristiques et les biais engendrés

À l’occasion de ses travaux sur la « rationalité limitée », Simon met en évidence l’utilisation par les individus « d’heuristiques » et ouvre ainsi, d’après Kahneman et Tversky (1982), la voie à leurs travaux.

Ces règles de jugement, simples et appliquées de manière automatique, permettent de réduire les activités complexes de traitement de l’information. Dans une acception positive, la mise en œuvre d’heuristiques permet, en simplifiant le monde, de réduire l’incertitude pour un faible coût cognitif et de pouvoir prendre une décision ou de poser un jugement « acceptable » (Doron et Mathieu, 2004).

Malgré leur utilité, soulignent Kahneman et Tversky (2003, 1974), « elles peuvent entraîner des erreurs importantes et systématiques » (p. 35). Dans une acception négative, ces heuristiques engendrent des biais de représentativité, d’ancrage, de disponibilité. Démontrant que les individus sont de « mauvais bayésiens », ces derniers mettent notamment en évidence « l’heuristique de représentativité ». Les individus ne se fondent pas sur la valeur des faits ou les probabilités inférées des conséquences passées, mais sur la valeur de représentativité des indices dont ils disposent. Ils développent à cette occasion deux autres heuristiques : celle d’ancrage et celle de disponibilité (cf. ci-après).

Les heuristiques mobilisées dans le cadre de jugement et de prise de décision vont faire l’objet de recherches en comptabilité financière, notamment sur la question de la formation du jugement des commissaires aux comptes. C’est surtout pour leur application aux investisseurs (ainsi qu’aux analystes financiers) que les travaux Kahneman et Tversky sont principalement retenus. Leur élaboration de la « théorie des Perspectives » (ou « Prospect Theory »), publiée en 1979, constitue un des fondements des recherches en finance comportementale et ouvre la voie à la documentation des biais cognitifs lors de prise de décisions sur les marchés financiers.

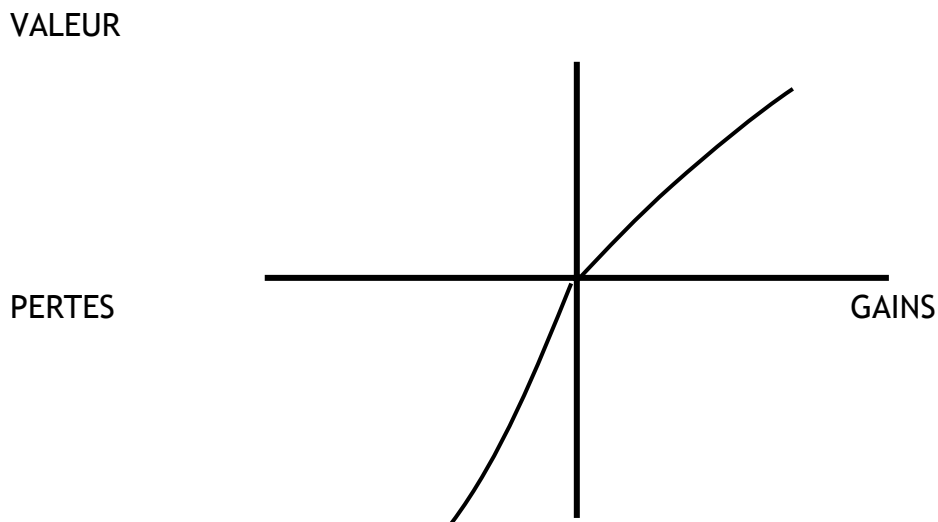
La « théorie des perspectives » (« Prospect Theory »)

La théorie financière traditionnelle considère les préférences futures comme exogènes et stables, indépendantes du problème posé et du contexte. Kahneman et Tversky (1979, 1982, 2003/1984) démontrent, au contraire, que le mode de représentation du problème, ou le point de vue selon lequel il est posé, peut modifier les préférences futures.

Avant de procéder à la phase d’évaluation ou de choix, ils démontrent que l’individu simplifie les données du problème et reformule ce dernier à sa manière afin de se donner des « perspectives ». La prise de décision se décompose alors en deux étapes :

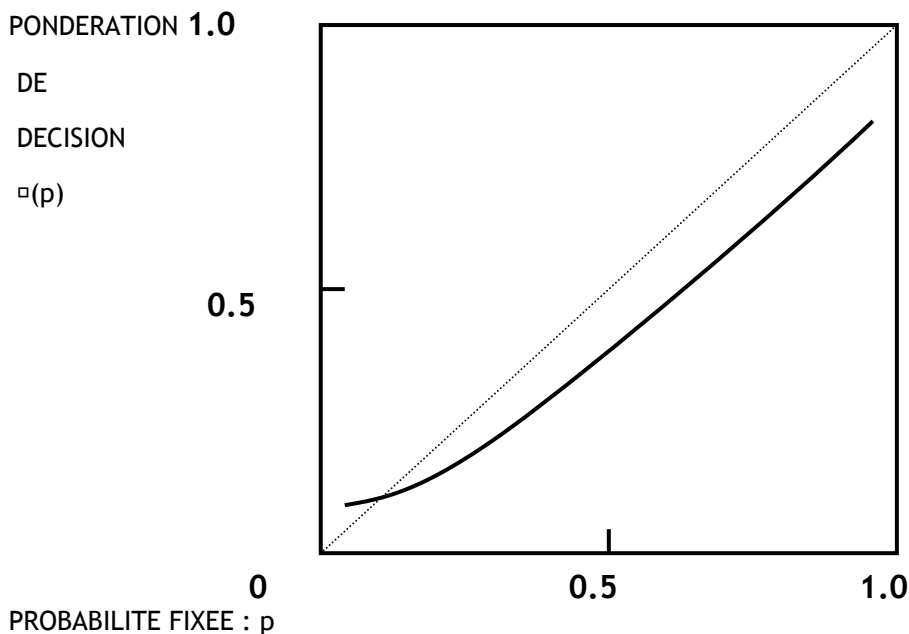
- la formulation du problème, au cours de laquelle l’individu définit à sa manière les données du problème ;
- l’évaluation des perspectives ou la « formulation des préférences », en articulant la valeur quantifiée de chaque conséquence (fonction de valeur), gain ou perte, avec les probabilités pondérées (fonction de transformation des probabilités).

Figure 4 – Une fonction de valeur hypothétique
(source : Kahneman et Tversky, 1979 p. 279)



La quantification traduit une aversion plus forte pour les pertes. Pour un même montant, un gain engendre une satisfaction moins forte que le dépit correspondant à une perte. Plus sensibles également aux variations relatives qu’aux variations absolues, les individus vont évaluer les évolutions de résultats en fonction de leur richesse actuelle.

Figure 5 – Une fonction de pondération hypothétique
(source : Kahneman et Tversky, 1979, p. 283)



L’opération de pondération provient de perceptions systématiquement déformées des probabilités. Les individus surpondèrent les plus faibles probabilités et assimilent les probabilités proches de 0 ou de 1 à des certitudes.

La remise en cause opérée par la finance comportementale

La fonction de préférence apparaît donc différente de celle présentée par la théorie financière orthodoxe. Mais surtout, précise Pollin (2004) : « la critique est plus radicale en ce qui concerne la façon dont les agents anticipent les événements à venir, c’est-à-dire les pertes et les gains. » (p. 143). Les biais cognitifs remettent implicitement en cause la formation des anticipations et donc la vision de la rationalité sous-tendant la théorie de l’efficacité des marchés (Pollin, 2004 ; Grandin, 2005 ; Thaler, 1999).

L’existence de biais révèle que les individus ont donc tendance à commettre les mêmes « erreurs ». N’étant ni incohérentes, ni aléatoires, elles ne peuvent se neutraliser et surtout leur ampleur rend les opérations d’arbitrage beaucoup trop risquées (Aktas, 2004).

Ce champ s’est construit en considérant que les investisseurs ont une idée précise de la nature des fondamentaux et de leur impact sur les prix. Les tenants de la finance comportementale soutiennent cependant que les réactions des investisseurs peuvent être différentes de celles de la théorie classique et engendrer des impacts effectifs et durables sur les cours boursiers, tels qu’un accroissement de volatilité (Pollin, 2004). Shefrin (2001) décrit les affrontements théoriques entre la finance comportementale et la

finance orthodoxe, initiés par la mise en évidence, par De Bondt et Thaler (1985)²⁸, de phénomènes marqués de surréaction chez les investisseurs. Dans un article de 1990, ces derniers transposent ces résultats aux analystes financiers.

L’affectation du jugement des analystes financiers par des biais cognitifs

Comme tout intervenant sur le marché financier, les analystes financiers sont susceptibles de raisonner en introduisant des biais lors de la perception de l’information, de son intégration lorsque les informations sont issues de sources différentes, de sa mémorisation, de la mobilisation des « règles » de jugement.

Parmi les biais documentés figurent les problèmes d’excès de confiance, lorsqu’un analyste surestime son information privée au regard d’une information publique. Grandin (2005) donne ainsi l’exemple de l’engagement de coûts de recherche. Cet engagement peut ainsi entraîner une surestimation de la qualité de l’information obtenue, par rapport à de l’information publique. Si l’excès de confiance peut être expliqué par une mauvaise appréhension du raisonnement probabiliste, Shiller (2005) privilégie l’approche intuitive de certaines prises de décision, la croyance, psychologiquement étudiée, en des « effets magiques ».

Les analystes mobilisent également des heuristiques, notamment celles de « disponibilité », « d’ancrage » et de « représentativité » mises en évidence par Kahneman et Tversky (1974).

L’heuristique de disponibilité (« availability ») conduit les individus à estimer la probabilité de survenance d’un événement particulier ou la valeur causale d’un facteur, à partir de sa disponibilité.

Cette dernière se révèle fonction de l’accessibilité de ces événements en mémoire, de leur saillance perceptive ou de la facilité de leur évocation imaginative. Une information présentée avec un certain relief peut être retenue plus qu’une autre, un événement peut être jugé plus probable si les individus disposent d’un scénario susceptible de conduire à cet événement. Ils peuvent aussi estimer les caractéristiques d’un événement en se fondant sur les caractéristiques d’un autre événement, d’une classe plus large que l’événement initial, mais plus facilement appréhendable. Les analystes peuvent ainsi avoir tendance à analyser la santé d’une société à partir de celle de son secteur d’appartenance, et à surestimer les difficultés financières d’une société appartenant à un secteur d’activité en difficulté.

L’ancrage (« anchoring ») reflète la tendance à fonder son jugement en fonction des premières informations qui ont été accessibles et qui servent donc de point de référence. Les individus se font ainsi une idée globale du problème, dès les premières informations qui leur sont communiquées et ne modifieront que progressivement leur croyance. Par exemple, deux sociétés, qui finalement engendreront des profits identiques pendant une longue période, peuvent avoir été évaluées différemment. Les analystes peuvent avoir

²⁸ De Bondt W.F.M., Thaler R.H. (1985), « Does the Stock Market Overreact ? » *The Journal of Finance*, 40, p. 793-805.

tendance à surestimer les possibilités de profits futurs de la société qui réalise actuellement des profits, et à sous-estimer les profits futurs de la société réalisant actuellement des pertes.

La représentativité (« representativeness ») consiste à émettre des avis au vu d’un petit échantillon, à se référer à une information qui semble pertinente en négligeant les autres informations, car celle-là correspond à une idée première alors qu’elle n’a, en fait, qu’un faible contenu informatif. Une communication financière bien faite peut inciter les analystes à avoir plus facilement une représentation optimiste des activités de l’entreprise. Les analystes peuvent avoir tendance à surestimer le poids des informations récentes en négligeant le poids d’informations plus anciennes. Les résultats futurs des entreprises ayant récemment distribué des dividendes élevés sont surestimés ; ceux des entreprises ayant au contraire récemment distribué des dividendes faibles sont sous-estimés.

C’est par cette illustration du biais de représentativité, que De Bondt et Thaler²⁹ démontrent, par leur article publié en 1985, que les investisseurs sont capables de comportement de surréaction. Dans leur article publié en 1990, ils mettent également en évidence ce phénomène pour les analystes financiers, en se fondant sur l’étude des prévisions de bénéfices par action réalisés entre 1976 et 1984. Ils en concluent que bien qu’étant des professionnels, les analystes financiers sont d’abord essentiellement « humains », sans pour autant pouvoir déterminer l’origine de ces comportements de surréaction (p. 57).

Les comportements de surréaction sont des comportements qui amplifient les phénomènes, dans un sens positif ou négatif (Grandin, 2005). Les recherches menées dans les années quatre-vingt-dix font en fait apparaître une tendance d’optimisme prononcée à l’excès. Alors que les biais cognitifs renvoient à un comportement « intrapsychique » per se³⁰, les recherches sur les excès d’optimisme vont aboutir à des explications comportementales intégrant les interactions avec d’autres acteurs. Elles ouvrent ainsi la voie aux recherches sur les conflits d’intérêts entre les analystes financiers et d’autres acteurs de l’intermédiation financière.

²⁹ De Bondt W.F.M., Thaler R.H. (1985), « Does the Stock Market Overreact ? » *The Journal of Finance*, 40, p. 793-805.

³⁰ Des interrogations ont porté sur la capacité à détecter et/ou à corriger ces biais (Beauvois et alii, 2005, p. 71-77).

1.2.3. Une synthèse réalisée par le « modèle conceptuel de jugement » d’Hogarth (1987)

Au travers de son modèle conceptuel de jugement, Hogarth réalise la synthèse des travaux précédemment réalisés en s’inscrivant dans la perspective développée par Brunswik sur l’importance de l’environnement, les phénomènes de biais et d’heuristiques, la rationalité limitée. Il présente la formation du jugement comme un processus itératif, articulant les phases de collecte, traitement, diffusion, tout en soulignant la perception sélective des informations, les capacités de mémoire et de traitement contraintes, la nature séquentielle du processus de traitement.

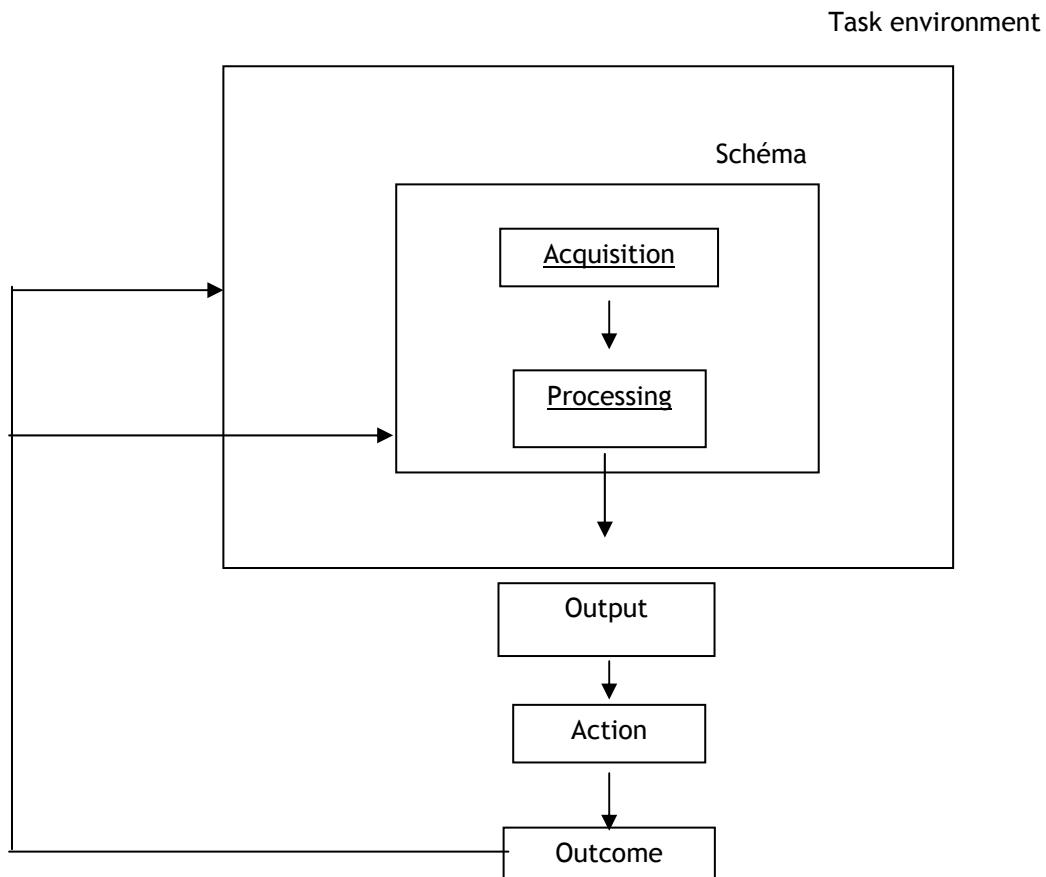
La structure du modèle

Ce modèle repose sur un « système » composé de trois éléments qui agissent entre eux :

- la personne ;
- l’environnement lié à l’activité, au sein duquel l’énoncé du jugement et l’action correspondante prennent place ;
- les actions qui sont issues du jugement et qui peuvent, de manière substantielle, avoir des répercussions sur la personne et son environnement.

La plupart des jugements relatifs à des événements incertains mettent en œuvre des procédures de comparaisons. L’individu recherche ainsi dans l’environnement des références, dont le degré de représentativité de l’environnement conditionne la précision du jugement.

Figure 6 – « Un modèle conceptuel de jugement »
 (source : Hogarth, 1987, p. 207)



Les informations sont sélectionnées, filtrées et organisées selon les schémas mobilisés³¹. Ces derniers ne laissent passer que les informations cohérentes avec leur contenu, favorisent l'intégration en mémoire en facilitant l'encodage et déterminent le sens à accorder aux informations provenant de l'extérieur. Ils correspondent ainsi à une sorte de grille de lecture. Ils symbolisent donc les croyances vis-à-vis de l'environnement et les représentations. D'après Hogarth, le jugement proprement dit se déroule dans ce cadre. Ce concept de schéma est notamment approfondi par Bouwman et *alii* (1987), lors de leur distinction entre les raisonnements des analystes « experts » et des analystes « novices ».

³¹ « Un schéma renvoie en la manière dont l'individu organise les informations. Cette structure cognitive qui spécifie les propriétés d'un objet ou d'un sujet et leur permet d'être rattachés à des catégories générales et d'en hériter les propriétés. Comme un cadre, il suscite et dirige les attentes en termes dans les processus de mémorisation, de compréhension, de résolution des problèmes. » (Doron et Mathieu, 2004)

« Le processus d’information » aboutit au jugement proprement dit. Il comprend l’acquisition de l’information, provenant de la mémoire et de l’environnement, le traitement de cette information et le résultat de ce traitement (« output ») articulé à l’énoncé du jugement. Ce dernier apparaît à la limite du schéma de la personne et de l’environnement. En effet, pour une tierce personne, ce résultat est indissociable en général de l’action, qui engendre elle-même un résultat (« outcome »), qui rétroagit sur l’environnement et le schéma de l’individu. Cette rétroaction est censée se traduire notamment par un effet d’apprentissage.

Mais le champ retenu par ce modèle dépasse le simple recueil et traitement de l’information. Hogarth (1987) souligne en effet que la prise en compte des trois éléments du système (personne, action, environnement) est fondamentale.

Les capacités de traitement de l’information sont en effet contraintes. La perception des informations est sélective, le processus de traitement séquentiel, la mémoire et la capacité de raisonnement sont limités. Ces capacités sont néanmoins adaptatives. L’individu dispose d’une certaine créativité, ne subit pas passivement son environnement, mais cherche à le comprendre, le contrôler, le maîtriser. Les processus de feed-back sont donc particulièrement importants.

Les biais cognitifs potentiels

Hogarth (1987) distingue ainsi un certain nombre de biais, susceptibles de survenir à chaque stade du processus ou de résulter d’interactions entre les différents stades.

L’acquisition des informations peut être biaisée selon la manière dont les informations, qui peuvent provenir de la mémoire ou de l’environnement deviennent saillantes, selon la structure physique des tâches à réaliser, selon l’interaction entre la mémoire et la perception des tâches à réaliser. À titre d’exemple, les biais peuvent provenir (p. 209) :

- « de la mise en œuvre d’heuristiques de disponibilité. La facilité avec laquelle les individus vont se souvenir d’une information va inférer sur leur perception de sa fréquence ;
- « d’une perception sélective, les individus vont analyser un problème sous l’angle qui est le plus familier, vont rechercher les informations qui auront tendance à corroborer leurs premières hypothèses ;
- « d’une perception erronée de la fréquence estimée de manière absolue et non relative ;
- « d’une préférence pour les informations concrètes plutôt qu’abstraites ;
- « de la présentation des informations, leur ordre, leur mode de présentation, leur formulation quantitative ou qualitative. »

Le processus de traitement peut être influencé par des biais de mémorisation, la difficulté à fournir un effort mental supplémentaire, la difficulté à appliquer de manière

homogène des règles de jugement dans des cas différents. Hogarth (1987) met ainsi en exergue (p. 211) :

- « un certain conservatisme provenant de la difficulté à revoir son opinion suite à une nouvelle information ;
- « la mise en œuvre d’extrapolations non linéaires sur la survenance d’événements ;
- « la mise en œuvre d’heuristiques pour diminuer l’effort mental (ancrage, représentativité...) ;
- « les impacts de l’environnement : la complexité induite par la pression temporelle induit un processus de traitement plus superficiel, le stress émotionnel engendre des situations de panique, les pressions sociales conduisent à se soumettre à la majorité. »

Lors de l’énonciation du jugement, des biais peuvent survenir selon le mode de réponse, les échelles de mesure retenues, la nature des questions posées (ouvertes, fermées...).

Hogarth précise enfin que le mécanisme de « feed-back » est fondamental pour que les effets d’apprentissage puissent s’exercer. Les biais peuvent ainsi provenir de la difficulté à faire la part entre « le hasard ou la chance » dans l’évaluation des conséquences d’actions clairement identifiées, les bons résultats étant souvent attribués aux compétences et les mauvais à la malchance...

1.3. Une formation du jugement appréhendée au travers de l’expertise mobilisée

Au sein des savoirs mobilisés par les analystes financiers, les connaissances financières, comptables et stratégiques font l’objet d’une hiérarchie tacite (Berstein, 2000 ; Martinet, 2002). Certaines recherches, notamment en comptabilité, se fondent sur la mobilisation de ces savoirs, s’interrogeant, à l’occasion, sur la maîtrise effective des connaissances académiques. Cette dimension est approfondie par certaines études en comptabilité et, plus rarement, et récemment, en finance.

1.3.1. Les modalités de mise en œuvre des savoirs

La mobilisation de ces savoirs constitue le fondement de nombreuses recherches en comptabilité, dont Sranon (1998) réalise une revue de littérature. Certaines ont cherché à tester la réaction des analystes à des informations particulières (rapports des commissaires aux comptes, informations sur les immatériels, adéquation des informations contenues dans les rapports annuels...). D’autres mènent des études plus approfondies sur l’utilisation de ces informations par les analystes, sur les catégories d’informations retenues, comptables et non comptables, passées ou futures, d’origine publique, ou issues d’entretiens avec les directions, volontairement ou obligatoirement diffusées ou présentes dans tel ou tel document financier susceptible d’être utilisé. Ces recherches examinent également les modalités d’analyse de ces informations.

Sur la nature et l’origine des informations utilisées par les analystes

Différents travaux, dont la recherche doctorale réalisée par Sranon (1998), contribuent à relativiser la part des informations comptables au regard des autres catégories d’information.

Le bilan, le compte de résultats et, plus globalement, le rapport annuel, sont considérés comme des sources d’informations utiles et sur lesquelles les analystes consacrent le plus de temps. Leur utilisation s’inscrit cependant plutôt dans le cadre d’évaluation ou d’exploration, que de recommandations. Le rapport annuel n’est en effet pas considéré comme contenant des informations sensibles en termes d’impact sur les cours (Biggs, 1984 ; Day, 1986 ; Gniewosz, 1990).

Arnold et Moizer (1984) soulignent l’importance des relations avec les directions. Cette source d’informations, plus coûteuse et plus difficilement accessible, apporte un avantage concurrentiel. Certains analystes sell-side considèrent en effet qu’une amélioration dans la diffusion des informations par les sociétés leur ôterait un de leur savoir-faire.

L’utilisation des travaux des autres analystes ne paraît pas faire l’objet de beaucoup d’attention de la part des chercheurs. Arnold et Moizer (1984) notent que cette source d’information apparaît peu importante pour les analystes sell-side, sans approfondir véritablement la question. Barker (1998) souligne plus finement, sur la base d’une observation participante, l’existence d’une attention effective portée au consensus des analystes, importance minimisée lors des entretiens. Bouwman et *alii* (1987) n’avaient pas intégré cette source d’information dans les questionnaires fournis aux analystes buy-side. C’est donc lors de la rédaction des rapports de conclusion que ces derniers ont regretté de n’avoir pas eu à disposition plus de rapports d’analystes sell-side, soulignant l’utilisation régulière de ce type d’information pour confirmer leurs analyses internes et leurs prévisions. Les analyses convergentes rassurent, les analyses divergentes donnent lieu à des recherches de réconciliation par discussion avec les autres analystes (Gniewosz, 1990).

La distinction entre analyste sell-side et analyste buy-side est à ce titre importante. Pour les analystes sell-side, l’utilisation des travaux des confrères peut remettre en cause leurs compétences alors qu’un analyste buy-side s’appuie communément sur les travaux des sell-side.

Il est ainsi difficile de dégager de grandes orientations, peut-être en raison d’une certaine hétérogénéité dans la nature des analystes interrogés (sell-side ou buy-side), dans les activités étudiées (évaluation d’informations passées, réalisations de prévisions ou décisions d’investissement) ou dans les périodes d’observation retenues ainsi et que dans les pays d’origine (Royaume-Uni, Australie, Etats-Unis).

Les modalités de traitement de l’information

Les méthodes mobilisées globalement peu sophistiquées

L’analyse des méthodes utilisées par les analystes est surtout le fait des recherches en comptabilité financière. A notre connaissance, les recherches en finance traitant de ce sujet sont beaucoup moins nombreuses et plus récentes (Fabre-Azéma, 2001). Les études réalisées abordent le sujet sous l’angle de l’utilisation d’analyses fondamentales versus chartistes ainsi que des méthodes d’évaluation retenues.

La recherche réalisée par Arnold et Moizer (1984), sur la période 1978-1981, auprès d’analystes anglais sell-side et buy-side fait apparaître une mobilisation importante de l’analyse fondamentale et très réduite de l’analyse « du bêta ».

Une utilisation significative de l’analyse technique apparaît dans les réponses aux questionnaires envoyés. Cette utilisation demeure cependant profondément taboue. Lors des entretiens, aucun interviewé n’a mentionné son recours, tout en révélant parfois comparer les graphes des cours boursiers avec celui des PER et des dividendes. Son recours apparaît complémentaire à celui de l’analyse fondamentale. Si cette dernière permet d’évaluer les actions sous-estimées, l’analyse technique peut cependant permettre de déterminer le moment où il est opportun d’acheter.

La domination de l’analyse fondamentale dans la détermination des prévisions est analysée, par ces auteurs, en rapport avec « la spécificité du métier ». Elle en fonde également la légitimité au sens où elle permet également de « montrer l’importance des données collectées », de produire un travail détaillé et approfondi, permettant d’asseoir la confiance des tiers dans leurs recommandations, et d’en donner pour leur argent » (p. 205).

Sur les méthodes d’évaluation proprement dites, Govindarajan (1980) souligne que, aux Etats-Unis, contrairement aux prescriptions du Financial Accounting Standard Board, les analystes financiers se fondent plus sur les résultats que sur les flux de trésorerie. Cette conclusion sera corroborée quelques années plus tard par Arnold et Moizer (1984), à propos des analystes anglais.

Une différenciation est cependant réalisée selon les secteurs. Les flux de trésorerie sont plus fréquemment utilisés dans des secteurs tels que l’aéronautique, le pétrole, secteurs fortement capitalistes et incertains. Les spécificités sectorielles sont également mises en évidence par Barker (1999b), à partir de données collectées entre 1994 et 1996 sur le marché financier anglais. La méthode du Price Earning domine comme méthode d’évaluation dans les secteurs des services, de l’industrie, des biens de consommation. Le rendement des dividendes est plutôt utilisé dans les secteurs de la finance et des « utilities ».

Mais globalement, comme Day (1986) ou Arnold et Moizer (1984) quelques années auparavant, Barker (1999a) fait le constat que les évaluations de cours se fondent sur des méthodes peu sophistiquées, comme le Price Earning Ratio ou le rendement des dividendes. Les méthodes d’actualisation des dividendes ou des cash-flows, bien que préconisées par la théorie financière, sont peu utilisées.

Sur la même décennie, Fabre-Azéma (2001) étudie les pratiques d’évaluation des analystes financiers, lors de l’introduction d’entreprises sur le Second Marché de la Bourse de Paris, en se fondant sur les documents remis. Elle conclut sur le fait que les analystes emploient globalement trois grandes méthodes, pour plus d’un tiers de l’échantillon la méthode des multiples, puis à égalité, le modèle de Bates et celui de l’actualisation des flux de trésorerie disponibles. La part de ce dernier semble néanmoins progresser en fin de période, tout comme les modèles de création de valeur.

Des réalisations des prévisions mobilisant des schémas de pensée

Arnold et Moizer (1984) mettent en évidence des pratiques qui oscillent entre des démarches très analytiques et structurées (décomposition de soldes intermédiaires par segments, projections sur la base des données de la direction, de prévisions macro-économiques et industrielles...) et des démarches nettement moins systématiques et qualifiées de plus « artistes ».

Bouwman, Frishkoff, Frishkoff (1987) rattachent ces différences d’approche au degré d’expérience. Les étudiants ou les analystes peu expérimentés étudient méthodiquement les informations de manière linéaire et exhaustive ou utilisent plus largement les informations sur le passé. Day (1986) explique cette attitude par un besoin plus important de familiarisation. Biggs (1984) et Bouwman, Frishkoff, Frishkoff (1987) développent des interprétations respectivement fondées sur la mise en œuvre de « représentations cognitives » ou de « structures de pensées mémorisées³² ».

Dans le cadre de sa recherche, qui porte sur la capacité à sélectionner une société en fonction sa profitabilité future, Biggs (1984) remarque que certains analystes présélectionnent les sociétés sur lesquelles ils vont approfondir l’analyse, contrairement à d’autres analystes qui, systématiquement, entreprennent des analyses approfondies. Bouwman, Frishkoff, Frishkoff (1987) distinguent chez les « experts » une capacité de définition plus rapide de l’information pertinente. Ces derniers mobilisent en effet des structures mémorisées qui accumulent une part importante de l’expérience de l’analyste, sous forme aussi bien de standards acceptables que d’évaluations préconstruites de ce qui fait l’attractivité d’un investissement (caractéristiques des industries cycliques, des entreprises de hautes technologies...). Le remplacement du processus de raisonnement par des processus de reconnaissance accroît ainsi la rapidité du jugement.

La question du lien entre les prévisions de résultats et les recommandations

Les recherches qui s’intéressent aux méthodes d’évaluation et à leur mise en œuvre approfondissent plus rarement le lien avec la formulation de la recommandation. Bradshaw (2004), en essayant d’articuler ces deux aspects, met ainsi en évidence, en ce qui concerne les recommandations, le contenu partiellement explicatif des prévisions de résultats. Il conclut en posant des hypothèses explicatives, comme l’incorporation dans les recommandations d’autres types d’informations, ou l’incidence de conflits d’intérêts plus marqués sur ces dernières.

³² « financial template ».

1.3.2. Des questionnements sur la maîtrise des savoirs académiques

Essentiellement dans le domaine de comptabilité et quelque peu de finance, des études ont cherché à cerner la capacité des analystes à détecter la qualité des informations comptables et à mettre en œuvre les méthodes d’évaluation idoines. Des considérations en la matière surgissent également dans d’autres types de recherches.

Arnold et Moizer (1984) et Day (1986) mentionnent des critiques opérées par les analystes sur des points particuliers, notamment sur le traitement du crédit-bail et des données par segments d’activité, sur des problèmes d’homogénéité dans le temps et dans l’espace. Day (1986) note cependant que les analystes sont loin d’être « experts en comptabilité », en particulier lorsqu’ils abordent les problèmes de taxation et de flux de trésorerie (p. 306).

S’ils examinent le suivi des politiques comptables, particulièrement sur les zones de controverse (Day, 1986), leur sensibilité à l’évolution de la normalisation comptable semble plutôt faible (Saghroun, 2003). La recherche exploratoire réalisée par Saghroun (2003) fait apparaître une relative méconnaissance, tant des normes internationales que de l’évolution de la normalisation française (concernant la conception du résultat, les provisions pour risques et charges, les méthodes d’enregistrement des regroupements d’entreprise et le traitement du goodwill).

Fabre-Azéma (2001) soulève la question de la maîtrise des connaissances financières utilisées à l’occasion de l’évaluation de sociétés introduites sur les marchés financiers. Elle met en évidence des erreurs d’application des méthodes au regard des référents canoniques, en particulier pour le choix du taux d’actualisation (confusion entre le coût des fonds propres et le coût moyen pondéré du capital, primes de risque indépendantes des secteurs d’activité...).

Martinet (2002) s’interroge sur les capacités des analystes financiers à aborder l’analyse stratégique en termes suffisamment nuancés, aptes à en saisir toute la complexité.

L’analyse de ces « méconnaissances » suscite plusieurs pistes de réflexion. Le groupe de travail sur l’évaluation, réuni par la Société française des analystes financiers (SFAF), pointe également quelques écarts au regard de la théorie. Il souligne néanmoins que « les difficultés de mesure des paramètres confortent la nécessité d’une rigueur méthodologique. Il reste que les méthodes ne règlent pas tous les problèmes de mesure »³³. Il conviendrait donc de distinguer la « réelle » méconnaissance de l’incomplétude du savoir théorique lorsqu’il doit être mis en action.

Breton et Taffler (1995) soulignent également l’importance de la distinction à opérer entre la détention des savoirs et leur mobilisation. Ils mettent ainsi en évidence une absence de liens directs entre la reconnaissance de mécanismes de comptabilité créative et leur prise en compte, sous forme de retraitements, dans les calculs de ratios.

Cette expérience a été réalisée en soumettant aux analystes des cinq grandes maisons de courtage londoniennes deux jeux d’états financiers, l’un comprenant de la comptabilité

³³ « Pathologies, anomalies, débordements... », *Analyse financière*, n°13, octobre 2004, p. 43.

créative et l’autre non. Elle est complétée par des entretiens destinés à éclaircir certaines interrogations. Pratiquement aucune des manipulations comptables ne donne lieu à retraitements. Deux tiers des participants estiment, cependant, avoir repéré ces manipulations.

Plusieurs hypothèses sont posées, notamment un délaissement contingent selon le contexte haussier ou baissier des marchés financiers. En période d’envolée des cours, l’accent serait mis sur l’accompagnement du volume des ventes et les études approfondies des sociétés ne se révéleraient pas nécessaires. En revanche, en période de récession, l’analyse des risques redeviendrait importante pour les investisseurs. Les analystes auraient alors plus d’incitations à analyser la qualité des informations comptables présentées. Une autre hypothèse avancée serait que la réaction première des analystes consisterait d’abord à appeler les directeurs financiers afin d’obtenir des renseignements, plutôt qu’à opérer des corrections. La troisième hypothèse rejoint celle de Saghroun (2003) quant à l’aspect dual de l’analyse, réalisée mais également publiquement diffusée. Nécessaires à l’analyste pour réaliser son travail de comparaison des sociétés couvertes, les retraitements se révèlent handicapants lors de la comparaison de ses propres résultats avec ceux des autres analystes ainsi que lors de la comparaison avec les résultats effectivement publiés par la société.

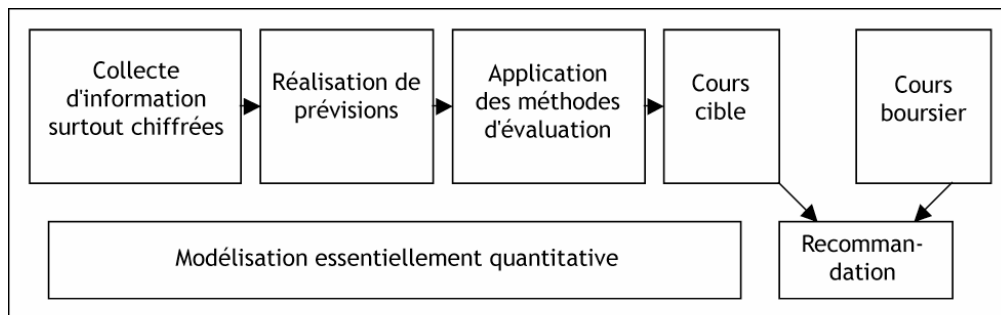
Conclusion

Jusqu’à la fin des années quatre-vingt, les recherches en comptabilité demeurent centrées sur des questions de « technicité ». Ces recherches pointent des questions d’approches différentes entre évaluation et recommandation, d’utilisation souvent plus fréquente de méthodes d’évaluation peu sophistiquées, de savoirs non maîtrisés ou non mobilisés. Ces questions ne donnent cependant pas lieu à approfondissement. Les contextes historiques (comme la prise en compte des contextes boursiers), géographiques ou organisationnels (conduisant notamment à la distinction entre analystes buy-side et sell-side), ou institutionnels sont peu analysés (Schipper, 1991), même si la question des influences respectives entre acteurs transparait en filigrane (Arnold et Moizer, 1984).

La formation du jugement est ainsi étudiée, tant en comptabilité qu’en finance, via une approche intrapsychique, qui s’appuie essentiellement sur des expérimentations en laboratoire, sur des analyses de contenu, et, plus minoritairement, sur des entretiens ou des observations participantes (Schipper, 1991).

La formation du jugement est appréhendée en tant que processus « statique ». Un cours cible est obtenu à l’issue d’une modélisation essentiellement quantitative, mettant en œuvre des méthodes d’évaluation. Si la mise en œuvre de schémas d’interprétation est soulignée, cette dimension demeure peu approfondie. Le cours cible est alors confronté au cours boursier, appréhendé de manière statique.

Figure 7- Un processus « statique » de formation du jugement



À partir de la fin des années quatre-vingt, les recherches en psychologie sociale vont évoluer. L'évaluation des inférences s'effectue alors plutôt à l'aune de « l'acceptabilité sociale » que de la « validité logico-déductive ». La cognition et donc le jugement deviennent ainsi fonction des capacités de l'individu à produire un sens, sachant que celui-ci agit également en tant qu'acteur social, respectant les rôles qui lui sont dévolus, les normes, les valeurs sociales. Dans cette perspective, l'individu perçoit le monde selon son interprétation des situations sociales afin d'interagir de la manière la plus adaptée possible (Beauvois et *alii*, 2005 ; Leyens, 1997).

Cette orientation ne sera pas véritablement transposée. Au cours des années quatre-vingt-dix, les recherches sur les analystes financiers vont progressivement intégrer la question des interactions sociales dans une acception relativement négative. Elles mobilisent implicitement les recherches en psychologie sociale portant sur la question des « influences », tout en utilisant le détour des incitations. Cette époque marque en effet un tournant pour les recherches en finance, puis en comptabilité financière (Schipper, 1991), qui vont porter plus d'attention qu'elles ne l'ont fait jusqu'alors à la question des incitations, des conflits d'intérêts ainsi qu'aux comportements mimétiques.

2. Une formation du jugement intégrant l’impact des interactions sociales dans une acception essentiellement négative

Comme le soulignent Hogarth (1987) et Beauvois et *alii* (2005), les raccourcis de raisonnement sont devenus des « biais » à partir du moment où les recherches ont comparé la cognition ordinaire avec la cognition scientifique en donnant à cette dernière le statut de norme de comparaison. La connotation n’est donc pas obligatoirement négative. Les connaître n’induit donc pas forcément la nécessité de les faire disparaître. Les conflits d’intérêts caractérisent, en revanche, un comportement répréhensible. Le travail de l’analyste est alors, de manière confidentielle, mis au service de plusieurs activités différentes ayant des objectifs antagonistes avec la vocation originelle des analystes.

L’étude des « erreurs » conduit à ouvrir, « en chambre », la boîte noire de la formation du jugement. Les recherches, portant sur les éventuelles « fautes³⁴ » commises par les analystes dans le cadre de conflits d’intérêts, ainsi que celles ayant trait aux comportements mimétiques, intègrent l’environnement social de l’analyste au travers de ses rapports avec les autres acteurs de l’intermédiation financière³⁵. Le processus de formation du jugement en tant que tel n’est cependant que peu approfondi.

2.1. Une remise en cause de la qualité de l’information diffusée

Différentes recherches (dont Womack, 1996 ; Dremond et Berry, 1995 ; Fontowitz, 1998³⁶) mettent en évidence, de la part des analystes financiers, une part prépondérante des recommandations à l’achat, ou des prévisions de bénéfices souvent supérieures à celles effectivement réalisées. Les analystes sont également soupçonnés de faire évoluer, sans réelle information supplémentaire, leurs positions afin d’augmenter les volumes de courtage. Ces phénomènes sont interprétés comme une modalité de « compromis », permettant aux analystes de satisfaire les différents conflits d’intérêts auxquels ils sont soumis. L’information diffusée par les analystes devient alors « bruitée ».

La qualité de l’information diffusée est également remise en cause par l’adoption de comportements mimétiques. La propagation de ce type de comportement tend, selon les théories financières, à vider les prix de leur contenu informationnel et à éloigner les cours boursiers de la valeur fondamentale, valeur considérée par la théorie financière comme préexistante aux échanges.

³⁴ Les erreurs étant définies respectivement comme « une déviation par rapport à un modèle normatif en laboratoire » et les fautes comme un « jugement social incorrect dans le monde réel ». (Brauer, 1997 p.154).

³⁵ La place de l’analyste financier sell-side au sein de l’intermédiation financière et les relations qu’il entretient communément avec les autres acteurs sont décrites en annexe n°1.

³⁶ Pour une revue de littérature.

2.1.1. Les excès d’optimisme

Analysant les prévisions trimestrielles des analystes issus du consensus Abel Noser sur la période 1972-1991, Dreman et Berry (1995) s’étonnent de l’absence de modification de comportement de la part des analystes ainsi que de l’absence d’effets d’expérience. Les analystes présentent, sur la période, des prévisions de résultats en moyenne supérieures aux résultats annoncés, sans que leurs erreurs ne puissent être imputables ni à des spécificités sectorielles, ni à des périodes particulières de récession ou d’expansion. Ces auteurs soulèvent également la question de savoir si le fait de suivre le consensus ne procure pas un sentiment de sécurité et si une estimation éloignée du consensus ne pourrait pas poser des problèmes de carrière.

Womack (1996) analyse l’impact, sur les prix et les volumes, des changements de recommandations, avec un suivi des réactions dans le temps. L’une de ses conclusions porte sur le nombre très nettement supérieur de recommandations d’achat, sept fois plus nombreuses que celles de ventes. Ces dernières suscitent d’ailleurs des réactions des cours amplifiées par rapport aux recommandations d’achat. Ce constat est expliqué par les coûts et les risques induits pour l’analyste. Une recommandation à la vente peut ainsi obérer le développement de relations avec les sociétés et tarir le flux d’informations qu’il est susceptible d’obtenir. Ce type de recommandations étant moins fréquent, il est également plus visible. Un jugement de vente incorrect aura donc un impact plus fort, en termes de réputation, qu’une mauvaise recommandation à l’achat.

Réalisant une synthèse des travaux en la matière, Fontowitz (1998) met en évidence que l’excès d’optimisme résulte d’un « faisceau de facteurs » nombreux et complémentaires tels que la dépendance informationnelle et commerciale vis-à-vis des dirigeants, le rôle d’animation du marché secondaire. L’excès d’optimisme représente ainsi une modalité particulière de résolution des différents conflits d’intérêts, auxquels l’analyste peut se retrouver confronté.

Les problèmes de positionnement de l’analyste au regard des autres acteurs de la communauté financière apparaissent en conclusion des recherches sur l’excès d’optimisme en tant qu’explications supposées. Pour d’autres études, ils constituent les hypothèses de recherche.

2.1.2. La confrontation des analystes financiers à des conflits d’intérêts

Les recherches sur les conflits d’intérêts ont cherché à déterminer dans quelle mesure l’analyste, théoriquement au service de l’ensemble des investisseurs, fait face à des pressions éventuelles qui l’incitent à utiliser à titre « privé » de l’information recueillie dans un cadre de relation d’affaires, à formuler des recommandations qu’il sait erronées ou non étayées. Elles cherchent ainsi à isoler une variable, une influence spécifique, susceptible d’expliquer des prévisions de bénéfices ou des recommandations particulières.

Le chiffre d’affaires des sociétés de courtage est lié au volume de courtage réalisé, fonction du nombre de titres traités par opération, par nature limité, mais également du nombre d’opérations. Commercialement parlant, un investisseur qui conserve les

mêmes titres pendant cinq ans, n’est donc pas un client jugé intéressant par une société de courtage. Par vocation, les conseils des analystes financiers sont susceptibles d’avoir une incidence directe sur le nombre de titres traités, mais ils ne doivent conduire le client à changer de position qu’en cas de survenance d’événements présentant un véritable contenu informationnel. Les changements de recommandations doivent donc être étayés. Des recherches ont ainsi étudié dans quelles mesures les analystes financiers pouvaient être incités à changer artificiellement de recommandations afin de générer du courtage (Irvine, 2004, Galanti, 2006).

Les sociétés de courtage interviennent sur le marché secondaire des titres, une fois que ceux-ci ont été émis. Elles sont, pour la plupart d’entre elles, filiales d’établissements financiers qui réalisent, par ailleurs, des activités de conseil (« corporate ») sur le marché primaire lors d’introductions en Bourse, de fusions-acquisitions... Lors d’opérations sur le marché primaire, les établissements bancaires ont donc accès, dans un cadre de relations commerciales, à des informations très pointues que la législation leur interdit d’utiliser pour leurs activités sur le marché secondaire. Les « murailles de Chine » se matérialisent par l’existence de structures juridiques différentes, par le recours à des analystes différents, corporate et sell-side, par la mise en place de systèmes d’information de surveillance, contrôlés par des « déontologues » chargés de l’application de la législation. Les vendeurs interviennent, en effet, indifféremment sur le marché primaire et sur le marché secondaire. Des chercheurs se sont interrogés sur l’utilisation, par les analystes financiers sell-side, d’informations recueillies dans le cadre d’opération sur le marché primaire, ainsi que sur l’existence de liens entre des recommandations favorables et les relations d’affaires que l’actionnaire peut nouer avec certaines des sociétés couvertes (Dugar et Nathan, 1995 ; Michaely et Womack, 1999 ; Dumontier et Dubois, 2007).

Par ailleurs, la législation définit et encadre l’information diffusée par les sociétés, notamment par la définition d’un contenu minimal. Elle oblige les sociétés émettrices de titres à communiquer leurs informations à l’ensemble de la communauté financière et, notamment, à établir des relations équitables avec tous les analystes financiers. Ces derniers ne disposent pas, cependant, de modalités « d’investigations » particulières³⁷. Dans les faits, les rencontres des analystes avec les directions se déroulent dans un cadre collectif³⁸ ou dans un cadre plus « privé », lors de rencontres plus personnalisées avec les dirigeants de la société. Comme certaines recherches l’ont souligné,³⁹ les relations avec les directions représentent une source clé d’informations, dans le sens où l’analyste peut poser des questions ad hoc, en relation avec les spécificités de son analyse. On peut ainsi se demander dans quelle mesure l’ouverture d’une société à un analyste dépend du jugement que celui-ci porte à son encontre (Francis et Philbrick, 1993 ; Das, Levine et Sivaramakrishnan, 1998).

³⁷ Contrairement à d’autres acteurs comme les commissaires aux comptes ou les experts des comités d’entreprise.

³⁸ Organisées en France par la SFAF.

³⁹ Cf. développements sur les informations utilisées.

Enfin les analystes peuvent avoir comme clients de leur société de courtage des gérants détenant des prises de participation significatives dans les sociétés qu'ils couvrent. Un client peut ne pas apprécier qu'un analyste déconsidère une société et, de fait, dévalorise son portefeuille.

Galanti (2006) souligne cependant le caractère différencié, selon l'origine des conflits d'intérêts, de l'attention portée de la part des chercheurs, et des traitements opérés de la part des législateurs. Les conflits d'intérêts avec les départements d'opérations sur le marché primaire ou dans le cadre des relations avec les dirigeants ont donné lieu à de nombreuses recherches et à des encadrements juridiques effectifs. Les conflits d'intérêts, qui émanent de demandes de « soutien » artificiel à l'activité de courtage ne sont que, plus récemment, l'objet d'attentions.

Les conflits d'intérêts entre les analystes et leurs employeurs

Les conflits d'intérêts avec leurs employeurs peuvent émerger en raison de l'activité même des sociétés de courtage ou de l'activité de banques d'affaires des actionnaires.

L'analyste financier sell-side peut se retrouver incité à soutenir « artificiellement » les volumes de courtage. Ils peuvent être ainsi tentés de réaliser des changements de recommandations non motivés par des changements dans les fondamentaux (Dubois et Dumontier, 2007). Irvine (2004) met notamment en évidence l'influence des recommandations à l'achat sur les revenus des sociétés de courtage. Les réalisations de prévisions de résultats par les analystes ont également des effets positifs sur les volumes de courtage, et ce, d'autant plus qu'elles s'éloignent du consensus.

Dugar et Nathan (1995) montrent que les analystes appartenant à des banques d'affaires multiservices sont plus optimistes que les autres analystes dans leurs prévisions de résultats comme dans leurs recommandations vis-à-vis des sociétés clientes. Ils précisent que, malgré des tests complémentaires, leur étude ne leur a pas permis de véritablement trancher entre deux hypothèses : la détention de meilleures informations ou les conflits d'intérêts.

S'intéressant à l'introduction en Bourse de nouvelles sociétés, Michaely et Womack (1999) démontrent que les recommandations des analystes affiliés aux banques d'affaires, chargées de l'introduction, sont moins fiables que celles d'analystes non affiliés. Les chercheurs se sont alors interrogés sur l'origine de ce biais, pouvant provenir, soit de biais cognitifs d'ancrage, soit de conflits d'intérêts.

L'hypothèse de biais d'ancrage repose sur le fait que les opinions sur la société s'élaborent au fur et à mesure du processus de due diligence, bien avant que l'entreprise ne soit mise sur le marché. Les analystes maintiendraient, lors de l'introduction, leurs positions initiales.

L'autre explication réside dans l'existence de conflits d'intérêts entre les analystes et les banques d'affaires les employant. Le problème de la rémunération des structures de recherche peut soumettre les analystes à des pressions destinées à favoriser les entreprises clientes de la banque. Dans les relations de garantie d'émission, les banques s'engagent auprès des sociétés à leur garantir, après introduction, une couverture par

leurs analystes. Or cette couverture est réalisée par les analystes engagés dans les opérations sur le marché primaire, au titre d’opérations de marketing et d’élaboration des due diligences.

Les résultats d’une enquête auprès d’analystes sell-side et buy-side, leur demandant de départager ces deux hypothèses, ont permis de très largement asseoir celle des conflits d’intérêts.

Les conflits d’intérêts entre les analystes et les dirigeants

Francis et Philbrick (1993) constatent, à partir d’une étude sur la base de données Value Line entre 1987 et 1989, que les analystes ont tendance à publier des prévisions optimistes, afin de compenser l’impact défavorable des recommandations de vente sur les relations avec les dirigeants et de préserver leur accès à l’information. Das, Levine et Sivaramakrishnan (1998) précisent que cette nécessité d’accès à des informations privées se manifeste d’autant plus que les résultats prévus sont faibles.

Les conflits d’intérêt entre les analystes et leurs clients.

Womack et Boni (2002) soulignent l’existence de conflits d’intérêts entre les analystes et les gérants, clients de la société de courtage, mentionnés par des praticiens. Des pressions sont ainsi réalisées lorsque l’analyste peut être tenté de rétrograder une société, dont les clients détiennent un certain pourcentage du capital. Comme le développe Galanti (2006), les gérants sont en effet dans l’obligation de détenir, de fait, un certain pourcentage d’actions. Structurellement à la recherche d’idées d’achat et non de vente, les gérants induisent chez les analystes des configurations de propositions axées sur leur demande.

De la capacité des investisseurs à détecter les biais induits

Différents chercheurs se sont interrogés sur la capacité des investisseurs à détecter les biais issus des conflits d’intérêt. Michaely et Womack (1999) ainsi que Womack et Boni (2002) mettent en évidence une prise de conscience effective, vis-à-vis de l’existence potentielle de biais, de la part des analystes buy-side. Mais en pratique, Galanti (2006) souligne que le gérant n’a aucune assurance. Il est donc conduit à accorder une certaine crédibilité aux travaux des analystes sell-side.

2.1.3. L’adoption par les analystes financiers de comportements mimétiques

Le travail réalisé par un analyste financier donne lieu à une diffusion publique et écrite. Il est confronté immédiatement, par les investisseurs, avec les études effectuées par les autres analystes. L’exposition à laquelle l’analyste sell-side se retrouve soumis lui confère une « visibilité », qui peut être galvanisante, mais qu’il se doit d’assumer. Il est en effet relativement aisé, pour n’importe quel néophyte, de confronter par la suite des prévisions de bénéfices aux bénéfices avérés, et des recommandations aux évolutions effectives des cours boursiers.

Comme tout individu, l'analyste se retrouve donc potentiellement confronté aux pressions sociales issues des phénomènes de groupes. Les études relatives aux comportements mimétiques des analystes ont ainsi cherché à comprendre si ceux-ci étaient ou non avérés, quelles en étaient les origines, dans quelles mesures ces comportements pouvaient être considérés comme intentionnels et rationnels.

Les comportements mimétiques ont été étudiés par deux approches théoriques, la finance comportementale et la théorie conventionnaliste. Ces deux approches théoriques s'accordent sur certaines catégories de comportement mimétiques, notamment le mimétisme informationnel. Elles se distinguent en raison de la mise en évidence et du poids donné par la théorie conventionnaliste au mimétisme autoréférentiel⁴⁰.

Les différentes catégories de comportements mimétiques

Le mimétisme donne lieu, en finance comportementale, à une définition précise. Un individu adopte un comportement mimétique s'il opère son choix en fonction de l'observation des autres acteurs (Bikhchandani et Sharma, 2001). Tadjeddine (2000, p. 190) propose la formulation suivante : « Toute décision (ou action) individuelle consistant à suivre délibérément un signal endogène, ce signal pouvant être un ordre passé par un individu particulier ou le choix majoritaire des acteurs. »

La catégorisation des comportements mimétiques, selon leur origine, diffère selon les auteurs. Bikhchandani et Sharma (2001) réalisent une revue de littérature sur les comportements mimétiques, dits « rationnels », adoptés par les investisseurs et les analystes financiers. Ils retiennent trois grandes catégories : le « mimétisme informationnel », le mimétisme lié au maintien de la réputation, et celui lié aux mécanismes de rémunération. Graham (1999) construit sa revue de littérature afférente aux analystes financiers en distinguant également le mimétisme informationnel et le mimétisme lié à la réputation. Le mimétisme lié aux mécanismes de rémunération, souvent articulés aux benchmarks, semble, en effet, avoir plutôt été identifié par les investisseurs que pour les analystes financiers. Graham (1999) introduit par ailleurs un « mimétisme d'investigation » adopté par un individu qui souhaite profiter des comportements mimétiques des autres individus. Un analyste va ainsi s'intéresser à une information en espérant que les autres analystes l'intègrent également, propulsant le cours dans le sens espéré par le premier analyste. Cette catégorie conduit notamment à distinguer les analystes « leaders » et les analystes « suiveurs ».

Les comportements mimétiques sont étudiés, *in vitro*, à partir d'expérimentations fondées sur des modèles, comme celui des « cascades informationnelles », ou appréhendés, *in vivo*, au travers de l'influence supposée du consensus d'analystes ou de certaines analystes, sur les révisions de prévisions de résultats et les recommandations.

L'analyste financier fait preuve de « mimétisme informationnel » s'il délaisse son information privée pour adopter le comportement des autres analystes, pensant que les

⁴⁰ En raison de ses présupposés théoriques, l'approche conventionnaliste et notamment le « mimétisme autoréférentiel » seront présentés dans la sous-partie suivante.

informations détenues par ces derniers sont supérieures en termes de contenu informationnel. « Les cascades informationnelles » modélisent ce phénomène de manière séquentielle. Chacun à leur tour, les individus ont la possibilité de choisir entre la prise en compte de leur information privée et l’observation du comportement des autres individus qui l’ont précédé.

En se fondant sur les prévisions de résultats établies en 1985 et 1987, Olsen (1996) met en évidence une augmentation des comportements mimétiques lorsque les résultats deviennent difficiles à prévoir. Welch (2000) montre, en utilisant les recommandations formulées entre 1989 et 1994, que le consensus existant a une influence positive d’autant plus importante que le cycle est en période de hausse. La révision d’un analyste a une influence positive sur les recommandations des deux analystes suivants d’autant plus importante que le marché est en phase baissière. Aucune corrélation ne peut cependant être mise en évidence avec la qualité de la société de courtage.

L’analyste financier peut également faire preuve de comportements mimétiques afin de préserver sa réputation. Au travers de l’étude de recommandations, Graham (1999) met en évidence que, pour préserver leur réputation, certains analystes financiers semblent prêts à sacrifier la précision de leurs prédictions et à s’aligner sur le consensus. Pour Hong, Kubik et Solomon (2000), les comportements d’imitation sont, au contraire, plutôt adoptés par des analystes inexpérimentés dont la carrière n’est pas tracée.

Les difficultés d’appréhension des comportements mimétiques

Ce phénomène pose néanmoins des problèmes méthodologiques d’observation et de qualification. Les origines du phénomène ne sont pas toujours aisées à distinguer malgré les propositions réalisées par certains auteurs (Bikhchandani et Sharma, 2001). Mais la principale difficulté réside dans la capacité à distinguer les comportements mimétiques de l’interprétation commune d’une même information arrivant en décalé (Welch, 2000 ; Tadjeddine, 2000). Tadjeddine (2000) précise ainsi que « la constatation d’une corrélation entre un signal endogène et une décision de l’individu l’instant suivant n’est pas suffisante, dans le sens où il s’agit d’une constatation a posteriori qui ne permet pas d’isoler l’influence du signal endogène. » (p. 191).

L’importance de recherches in vivo en la matière est alors soulignée. Pour Tadjeddine (2000), « la meilleure manière de connaître l’anticipation des agents serait de procéder à une observation en temps réel » (p. 191). Welch (2000) précise également qu’une amélioration de ses résultats nécessiterait d’accéder aux informations en possession de l’analyste lors de sa prise de décision ainsi que d’appréhender les mécanismes de transmission de l’information.

A ce sujet, Shiller (1995) propose une approche différente de celle modélisée par les cascades informationnelles, fondée sur l’analyse du rôle des « conversations ». Il considère en effet qu’elles sont plus à même de prendre en compte les opinions, et plus largement, les conditions initiales de cette transmission. La diffusion de l’information en effet « s’inscrit dans une mémoire collective, qui se construit au travers de « communications interpersonnelles » (p. 185).

Les impacts effectifs de ces différentes influences sur le jugement des analystes financiers sell-side se révèlent difficiles à cerner (Dubois et Dumontier, 2007). Différents chercheurs soulignent leur extrême variété ainsi que la complexité de ces influences et de leurs interactions (Dugar et Nathan, 1995). Un comportement de mimétisme peut favoriser un certain rapprochement du consensus alors que le maintien de la réputation ou la volonté de générer des courtages peuvent induire un éloignement (Galanti, 2006). Les liens de causalité entre les influences supposées et le biais observé sont loin d’être complètement tracés.

2.2. Les apports de perspectives en termes de formation du jugement

Les recherches sur les conflits d’intérêts et les comportements mimétiques mettent en exergue différents impacts liés aux interactions sociales, notamment aux « influences » émanant d’autres acteurs de l’intermédiation financière. Elles conduisent ainsi à insérer l’analyste au sein du fonctionnement organisationnel des sociétés de courtage et, plus largement, de leur groupe d’appartenance, et offrent des pistes d’approfondissement sur la teneur effective des relations entre les analystes, les directions des sociétés couvertes et leurs clients. Par leur prise en compte de certaines des modalités de structuration et de fonctionnement de l’intermédiation financière, elles contribuent ainsi à élargir le « contexte » de la formation du jugement et à ouvrir des perspectives.

Ces approches conduisent cependant à « refermer » la « boîte noire » du processus de formation du jugement. Les impacts de ces influences sont appréhendés au travers des restitutions publiquement effectuées, sous forme de prévisions de résultats ou de recommandations. Par ailleurs, ces influences sont médiatisées au travers de considérations économiques, de recherche d’informations et/ou de conservation de statut et de rémunération. Ce sont ainsi plus les capacités de « prescription » de l’analyste que ses capacités de « réflexion⁴¹ », qui sont implicitement mises en cause. Un détour par les recherches en psychologie sociale sur les influences, mobilisées par Shiller (1995) ou Orléan (1994), permet de pointer certaines incidences sur la formation du jugement.

2.2.1. Une intégration du fonctionnement et de la structuration de l’intermédiation financière

Les recherches réalisées sur les conflits d’intérêts mettent en exergue les incidences du modèle économique sous-jacent, selon lequel la recherche ne fait pas l’objet d’une rémunération en tant que telle. Elles conduisent à s’interroger sur les conséquences possibles de ces incidences sur le processus de formation du jugement des analystes. Elles soulèvent également, de fait, la question des origines d’un tel modèle (Galanti, 2006).

⁴¹ A quelques exceptions près. La recherche réalisée par Hayward et Boecker (1998) sur les conflits d’intérêts met en jeu une internationalisation des phénomènes de pouvoir.

Les enjeux relationnels

L’absence de rémunération directe par les clients de leur travail peut ainsi amener à rechercher une articulation plus visible entre leur travail et le montant des courtages engendrés. Un temps plus important peut être consacré au développement de contacts commerciaux auprès des clients ou à l’écriture d’études en réaction à des « nouvelles susceptibles d’entraîner des changements de recommandations plus fréquents, destinés à augmenter le volume de courtage. La répartition des temps impartis entre les différentes activités de l’analyste peut être modifiée, conduisant à une diminution des temps alloués à la recherche en tant que telle.

Cette absence de rémunération directe peut également conduire à utiliser, pour le marché primaire, les connaissances sectorielles, mais également les compétences relationnelles vis-à-vis des directions d’entreprises, détenues par les analystes. La détention d’accès « directs » aux directions d’entreprises représente, en effet, des enjeux importants dont la nature demanderait à être précisée. La recherche menée à ce titre par Mottis et Zarlowski (2003) met ainsi en évidence, pour certains analystes, l’établissement de relations réciproques, dépassant un « simple » accès à des informations « privilégiées »⁴².

Les modalités de structuration de cette industrie

La mise en évidence de conflits d’intérêts entre la réalisation de la recherche et la réalisation des volumes de courtage conduit Galanti (2006) à s’interroger sur l’existence d’un tel modèle. Il souligne en effet que la conjonction de la recherche et de l’exécution des ordres est devenue la norme alors que la recherche peut être théoriquement réalisée par des organisations spécialisées en la matière.

Galanti apporte deux types d’explications. Les sociétés de courtage se sont constituées à une période où les volumes de courtage ont considérablement explosé en valeur⁴³ entre 1994 et 2000. Même en tenant compte de l’évolution des taux de commissions, les sociétés de courtage disposent d’un très net avantage concurrentiel sur des sociétés qui seraient spécialisées dans la recherche. Par ailleurs, les sociétés de gestion préfèrent ne s’adresser qu’à un seul intermédiaire pour les deux types d’opérations. Les bureaux d’analyse indépendants qui existaient antérieurement ont ainsi disparu. On peut ajouter que ce modèle constitue également la référence sur les marchés financiers américains.

Par-delà la question des conflits d’intérêts, la manière dont cette industrie s’est structurée n’est certainement pas non plus sans incidence sur la formation du jugement des analystes financiers.

⁴² Cf. Partie 2, chapitre 2.

⁴³ Multipliés par plus de 6 entre 1994 et 2000, avec un relatif maintien les années suivantes selon les sources d’Euronext (Galanti, 1996, p. 61).

2.2.2. Une analyse sur la teneur de ses interactions

La finance comportementale aborde la question des interactions en mobilisant les incitations en termes de rémunération et surtout de réputation. Une partition, au sein des analystes, entre des analystes reconnus et non reconnus, est ainsi esquissée par les recherches sur les conflits d'intérêts. Les études sur les comportements mimétiques, opérant une distinction entre « analystes leaders » et « analystes suiveurs », contribuent à la souligner. Deux orientations sont soulevées.

Une première orientation concerne la manière dont les interactions produisent leurs effets. Il se révèle notamment difficile de cerner les impacts de la réputation, en raison d'une diversité d'interprétations. D'autres considérations peuvent intervenir, comme le démontrent Hayward et Boecker (1998), en approfondissant l'analyse des conflits d'intérêts par une mobilisation des phénomènes de pouvoir. L'abord des phénomènes de conflits d'intérêts et de comportements mimétiques à l'aune des recherches en psychologie sociale sur les phénomènes d'influences met en évidence leur complexité et leur nature profondément duale. Tout individu est en effet à la fois objet et sujet d'influences, comme le développe la théorie des conventions étudiée ci-après.

Une seconde orientation a trait à l'étude des dispositifs d'évaluation qui fondent l'établissement des rémunérations ou la construction d'une réputation. Les recherches en finance comportementale retiennent comme mesure de la réputation les classements établis dans le cadre de « prix » (Graham, 1999) ou la réalisation de parcours professionnels entre petites et grandes maisons de courtage (Hong, Kubik et Solomon, 2000). Les critères d'établissement de ces prix ainsi que leur place au regard d'autres dispositifs d'évaluation demanderaient à être approfondis. Hong, Kubik et Solomon (2000) mettent en exergue, pour les marchés financiers américains, l'importance de la précision des prévisions de bénéfices. Sur les marchés français, il est possible que d'autres critères soient également à l'œuvre. L'ancrage de ces dispositifs dépasse le champ organisationnel et leurs soubassements renvoient inmanquablement à des considérations de nature cognitive. Ces considérations permettraient ainsi de mettre en exergue les attentes en termes cognitifs, formulées, notamment par les sociétés de gestion, à l'encontre des analystes financiers sell-side.

Les incidences des phénomènes d'incitations et interrogations sur l'existence d'autres vecteurs

L'interaction de ces influences, avec le processus de formation proprement dit, est analysée, par la finance comportementale, à l'aune de considérations économiques.

Ces phénomènes sont ainsi expliqués par la recherche d'une meilleure information (mimétisme informationnel) ou par le souci de maintenir l'accès à une source d'information importante (conflits d'intérêts avec les directions d'entreprises).

Les autres vecteurs mobilisés ont trait généralement à la sensibilité aux mécanismes d'incitation, tels que les rémunérations et la réputation, source également d'avantages pécuniaires, de statut et d'avancement de carrière. Concernant les analystes financiers,

les recherches sur les conflits d’intérêts mobilisent ces deux aspects, tandis les recherches sur les comportements mimétiques font plutôt référence à la question de la réputation.

La rémunération est essentiellement mobilisée comme vecteur pour les conflits d’intérêts, explicitement lorsque se pose la question des liens entre recherche et développement des volumes de courtage, plus implicitement en ce qui concerne la séparation des conseils entre marché primaire et secondaire.

Le « capital réputationnel » fait l’objet de développements plus approfondis, et ce, en raison de la difficulté à appréhender ses impacts effectifs.

En matière de conflits d’intérêts, certains auteurs, comme Hayward et Boecker (1998), le considèrent comme un facteur d’indépendance, pour les analystes, vis-à-vis des pressions exercées. Dumontier et Dubois (2007) posent l’hypothèse de stratégies différenciées de restitution selon le degré de compétence des investisseurs, permettant aux analystes de réconcilier des intérêts parfois contradictoires, entre les conflits d’intérêts et la construction de leur réputation.

En matière de comportements mimétiques, Graham (1999) appréhende la réputation comme un facteur de conformisme, Hong, Kubik et Solomon (2000) comme un facteur d’affranchissement. Ces derniers mettent en effet en évidence que les jeunes analystes sont plus sanctionnés que les plus anciens lorsque leurs prévisions de résultats s’écartent trop de ceux effectivement réalisés.

Les recherches réalisées en finance comportementale approfondissent peu les liens entre les conflits d’intérêts et la formation même du jugement. La recherche initiée par Hayward et Boecker (1998) contribue à approfondir cet aspect⁴⁴. Ces derniers se sont intéressés aux problèmes de pouvoir et de conflits d’intérêts rencontrés par les analystes financiers au sein des banques d’affaires en montrant comment le pouvoir pouvait être un phénomène institutionnel.

Le pouvoir est alors considéré comme inclus dans les pratiques organisationnelles et, en l’absence de conflits ouverts, peut devenir un phénomène de routine. La nature endémique des conflits les rend, en effet, difficilement perceptibles et descriptibles⁴⁵. Les auteurs suggèrent que l’influence des liens entre la banque d’appartenance et la société couverte, constatée sur les recommandations, pourrait être un phénomène intériorisé lors de la formation du jugement.

L’acteur dispose, néanmoins, d’une capacité, variable selon les individus, à s’affranchir des phénomènes de pouvoir. La réputation de l’analyste et du département de recherche auquel il appartient, semble permettre de modérer l’influence du département « corporate », voire de s’en affranchir. Les analystes sont alors amenés à formuler des actions plutôt que suivre des pratiques standardisées. Les conflits ont tendance à devenir plus ouverts. Il s’ensuit que la pratique de recommandations favorables relève alors

⁴⁴ D’inspiration sociologique, cette recherche est citée par différentes recherches en finance comportementale.

⁴⁵ Cf. la référence effectuée par les auteurs à Giddens.

d’une conscience discursive. Les recommandations deviennent également moins favorables.

L’introduction des phénomènes de pouvoir conduit à élargir l’approche à la question des « influences » telle qu’elle est appréhendée par les recherches en psychologie sociale.

Un approfondissement de la question des « influences » à l’aune de la psychologie sociale

Les recherches en comptabilité financière et en finance relatives aux conflits d’intérêts et aux comportements mimétiques déclinent, à l’aune de leurs propres cadres théoriques et de leur propre définition de la rationalité, des concepts issus des recherches en psychologie sociale sur les phénomènes d’« influences ». Citées en tant que telles par quelques auteurs comme Orléan (1994) ou Shiller (2001), ces références, dont Drozda-Senkowska (2005) réalise une synthèse, permettent de situer l’analyse de ces phénomènes et de les approfondir, en particulier en ce qui concerne les « influences sociales ».

Les conflits d’intérêts et les comportements mimétiques ne relèvent pas de la même catégorie d’influence.

Les conflits d’intérêts relèvent des influences dites « explicites⁴⁶ ». Alors que la psychologie sociale analyse leurs impacts au travers de considérations d’autorité et de persuasion, les recherches en finance et comptabilité mobilisent, en tant que vecteurs, des considérations économiques, de statut et de rémunérations.

Les comportements mimétiques s’inscrivent dans le cadre d’influences dites « implicites ou sociales ». Ces influences ont trait au pouvoir que peut exercer, sur un individu donné, l’expression d’opinions majoritaires ou d’individus reconnus. Les recherches en psychologie tendent à démontrer que ces influences s’exercent, même en l’absence de toute incertitude et/ou ambiguïté, tout en augmentant dans le cadre de ce type de contexte.

La distinction entre les deux catégories d’influences est importante. Les influences explicites ont un effet immédiat et qui perdure tant que la source de pouvoir officie. Les influences sociales « implicites » ont, en revanche, des effets beaucoup plus durables et pouvant être différés. Leur étude se révèle d’autant plus difficile.

Les comportements mimétiques, représentatifs d’influences « sociales ou implicites » majoritaires

En psychologie sociale, les comportements mimétiques ont pour origine des influences sociales. Ces dernières se distinguent par leur nature, leur degré d’impact ainsi que par le timing de leur manifestation (Drozda-Senkowska, 2005 ; Laurens, 2000).

⁴⁶ Les travaux de Milgram sur la soumission à l’autorité constituent une référence. En particulier la procédure expérimentale qu’il met en œuvre en 1974 (cf. citation par Shiller, 2005, p. 158 ; Orléan, 1994)

Les influences sociales peuvent être de nature informationnelle ou normative, ces deux natures étant souvent concomitantes.

Dans le premier cas, les individus ont à gérer un « conflit cognitif » (Drozda-Senkowska, 2005, p. 50). L’expression d’un avis contraire par une majorité conduit à instaurer un doute sur la formation de leur jugement. Ce doute peut être dissipé en considérant que les autres détiennent des informations supplémentaires ou de meilleure qualité. L’influence informationnelle s’exerce, même en dehors de toute incertitude ou ambiguïté. Elle tend cependant à augmenter en présence de celles-ci. L’influence aura d’autant plus d’intensité que la majorité est perçue comme composée de personnes « différentes ».

Dans le second cas, les individus ont à gérer un « conflit motivationnel » (Drozda-Senkowska, 2005, p. 50). Rallier la majorité est un moyen d’exprimer son adhésion aux normes d’un groupe et d’assurer son maintien en son sein.

Dans sa classification des comportements mimétiques, Orléan distingue ainsi nommément « le mimétisme normatif » qu’il définit comme « l’adoption des comportements d’un groupe, par recherche de reconnaissance ou par peur des sanctions ».

Contrairement au mimétisme informationnel, le mimétisme normatif « avance, explique Orléan (2002b), plus ou moins masqué » (p. 222). Les impacts des influences sociales peuvent, en effet, se révéler plus ou moins « profonds »⁴⁷. Ces influences peuvent entraîner une « simple » modification des actions, avec maintien cependant des convictions intimes. Une modification « plus profonde » du jugement peut s’opérer, à partir du moment où l’individu doute de la qualité de son jugement. Dans ce cas, la perception n’est cependant pas modifiée. Mais, au stade ultime, les influences peuvent entraîner une réorganisation des perceptions.

Lorsque le conformisme est issu d’influences à caractère normatif, la gradation se décline en un processus d’acquiescement (ou de « surface »), d’intériorisation ou d’identification. Dans ce cas, le phénomène est irréversible. Le « stade ultime » de l’influence s’opère lorsqu’un individu énonce un jugement qu’il croit provenir de lui alors qu’il lui a été suggéré par d’autres (Drozda-Senkowska, 2005). Cet abord est repris par Orléan (2002b, p. 223) à propos du mimétisme normatif : « Seul le théoricien perçoit pleinement l’aspect normatif. L’investisseur n’en a pas conscience et c’est même une des conditions pour que l’influence normative s’exerce à plein. »

Les influences sociales peuvent, par ailleurs, se manifester de manière immédiate ou latente, ce qui pose, de fait, la question des modalités de leur détection et de leur mesure.

Le mimétisme étudié en finance comportementale correspond ainsi à une acception étroite. De caractère rationnel et intentionnel (Bikhchandani et Sharma, 2001), ces

⁴⁷ Cf. expériences de Asch, décrites par Drozda-Senkowska (2005) mais également citées par Olsen (1996, p. 37), Shiller (1995, pp. 183-184, 2005, pp. 157-158), Orléan (1994, p. 659, 2002b, p. 225).

comportements sont considérés comme ayant des effets immédiats et correspondraient plutôt à un « conformisme de surface », facilement réversible.

L’approche conventionnaliste intègre la question des influences sociales de manière beaucoup plus complexe. D’une part, les questionnements qu’elle soulève renvoient aux différentes dimensions précédemment invoquées, tant sur le degré d’impact que sur le timing de manifestation (cf. ci-après). D’autre part, le mimétisme autoréférentiel, en tant que réunion de « mimétismes stratégiques » mis en œuvre par chacun des acteurs, ouvre la réflexion à la question des « influences minoritaires ».

Les influences sociales minoritaires : tout individu est également « sujet » d’influences

Les recherches sur les influences minoritaires, initiées par Moscovici (1969, 1972)⁴⁸, ont mis en évidence le caractère dual de tout individu, à la fois objet et source d’influences. Tout membre d’un groupe est susceptible d’exercer une influence, et ce, indépendamment de son statut. La prise en compte des influences minoritaires ouvre ainsi la voie à l’interaction (Drozda-Senkowska, 2005).

L’émergence de l’influence minoritaire repose essentiellement sur la consistance du comportement de la minorité et se trouve renforcée par une adhésion préalable aux valeurs du groupe. Cette influence produit ses effets de manière latente, induisant une réflexion souvent critique mais qui, à terme, conduit à une assimilation. Cette phase « d’incubation » conduit ensuite à « une phase de conversion » lorsque les arguments produits par la minorité deviennent intériorisés, puis à une phase « d’innovation » lorsque les convertis expriment publiquement leur conviction (Drozda-Senkowska, 2005, p. 91 ; Laurens, 2000).

En psychologie sociale, la question de l’impact des influences sociales sur le jugement est largement reconnue. Des conceptions différentes s’opposent néanmoins sur le bien-fondé des influences et sur leur fonction. Si les influences peuvent être considérées comme « pathologiques », aliénantes, elles peuvent aussi être appréhendées comme un processus « naturel et inhérent à la vie sociale », élément important d’apprentissage, « liens » entre les individus ou « ciment » de la société. En exerçant une contrainte sur des comportements considérés comme déviants et potentiellement porteurs de risque, les influences peuvent contribuer à perpétuer un certain ordre social. Mais elles peuvent, également, être un facteur potentiel de modification et de redéfinition des normes. L’influence n’est plus alors associée à la « passivité » mais à une « attitude active » (Drozda-Senkowska, 2005 ; Laurens, 2000).

Ces perspectives sont reprises par la théorie des conventions (Orléan, 1994). Le mimétisme autoréférentiel suppose en effet la mise en œuvre, par tous les acteurs, de raisonnement sur la manière dont les autres acteurs vont pouvoir interpréter l’information. La formation de jugement se révèle d’une autre nature que celle à laquelle

⁴⁸ Moscovici S., Lage E., Naffrechoux M. (1969), « Influence of a Consistent Minority on the Responses of a Majority in a Color Perception Task », *Sociometry*, 32, pp. 365-379.

Moscovici S., Faucheux C. (1972), « Social Influence, Conformity Bias, and the Study of Active Minorities », in Bertowitz (L.)(ed.) *Advances in Experimental Social Psychology*, vol. 6, New York, Londres, Academic Press.

fait référence la théorie financière orthodoxe « pour laquelle la cognition individuelle est strictement réduite au seul calcul rationnel. » (Orléan, 2005, p. 25). Elle intègre alors la recherche d’une compréhension sur la manière dont les différentes croyances subjectives du marché s’articulent et progressivement convergent, dans le temps, pour former une opinion collective. Tout acteur peut ainsi potentiellement devenir source d’influences.

3. Une formation du jugement, en contexte d’incertitude, conjuguant interprétation et interactivité

Le fait de considérer le futur comme caractérisé par l’incertitude conduit à modifier l’appréhension de la formation du jugement. L’information n’est plus traitée mais interprétée. La valeur fondamentale se construit par un processus d’évaluation autoréférentielle ou en mobilisant des conventions stabilisées. La formation du jugement se construit donc nécessairement dans un cadre d’interactions avec autrui.

3.1. La notion d’incertitude

Le contexte de risque permet de construire un processus calculatoire de prise de décision et donc de formation du jugement qualifiée de « en incertitude », formule utilisée par les recherches en finance (orthodoxe et comportementale)⁴⁹. Ce processus suppose une connaissance, par l’individu, de la liste des possibilités assises sur une définition *ex ante* des états des mondes possibles, ainsi qu’une révélation des préférences au moment de la prise de décision, elle aussi *ex ante* au regard de l’action.

A ce contexte de risque va être opposé ou associé, dans l’idée d’un continuum, un contexte d’incertitude (sous-entendue radicale). Selon les théoriciens, cette incertitude peut avoir des origines différentes. Elle peut être liée aux limites de la connaissance du monde extérieur, aux réactions des autres acteurs, ou être engendrée par l’individu.

3.1.1. Une incertitude liée aux limites de la connaissance du monde extérieur

Knight (1921)⁵⁰ pose l’idée d’une coexistence de situations de risque et situations d’incertitude, provenant de l’existence de situations uniques ou fortement complexes. Ces situations posent en effet des problèmes d’appréhension en raison d’une méconnaissance des caractéristiques afférentes. Il devient alors difficile d’appliquer à ces situations des probabilités assises sur la constatation de fréquences (Rivaud-Danset, 1998).

⁴⁹ Les recherches en comptabilité peuvent y faire référence lorsqu’elles s’appuient sur les travaux de l’école JDM.

⁵⁰ Référence citée par Rivaud-Danset : Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston, Houghton Mifflin, 1921/1964.

3.1.2. Une incertitude liée aux réactions des autres acteurs

Pour Keynes (1937)⁵¹, l'incertitude provient de l'indétermination du futur mais surtout de l'interférence imprévisible des autres « agents » (Danset-Rivaud, 1998 ; Glatron, 1998 ; Orléan, 2002a). Comme le précise Orléan (2005), cette incertitude ne s'appréhende plus en termes de degré, au sens où « le futur échappe à toute connaissance objective » (p. 29). Elle devient « radicale ».

Le défaut de connaissances apparaît au fur et à mesure que s'effectue une projection dans un avenir de plus en plus lointain, par nature « indéterminé ». Il n'est en effet guère possible, pour un individu, de prévoir toute la chaîne des conséquences pour une option donnée. Par ailleurs, les règles de choix, c'est-à-dire les motivations qui fondent les actions, tendent à évoluer dans le temps.

Mais surtout, le contexte social dans lequel l'individu est inséré évolue en raison des réactions des autres acteurs, réactions imprévisibles et difficilement intégrables dans un raisonnement calculatoire. Keynes développe ainsi une distinction entre la probabilité de survenance d'une information et son « poids », considéré comme non probabilisable (Glatron, 1998).

3.1.3. Une incertitude engendrée par l'individu

Ces deux référents sont complétés par les travaux de Simon (1978, 1986)⁵², qui vont nourrir les théories conventionnalistes⁵³.

Au travers de différents exemples, Simon (1978, 1986) oppose à la rationalité économique, qui sert de référence à la prise de décision fondée sur la maximisation, la rationalité des « autres sciences sociales » sur une prise de décision appropriée au caractère social de l'échange.

La première acception de la « rationalité limitée » met l'accent sur les limites cognitives des individus. Même si toutes les possibilités de choix étaient connues, les capacités intellectuelles des individus ne pourraient toutes les intégrer. En raison également de l'existence d'informations incomplètes, les individus limitent l'exploration du champ des possibles et se construisent un modèle simplifié de la réalité. Seuls certains choix d'actions sont retenus, seules certaines conséquences sont envisagées, et ce, de manière séquentielle. In fine, ils choisissent la solution leur apportant un minimum de satisfaction.

La seconde acception se formule en termes de « rationalité procédurale ». La rationalité est également « limitée » en raison de la manière dont les individus se représentent le

⁵¹ Référence citée par Rivaud-Danset : Keynes J.M. (1937), « The General Theory of Employment », *Quarterly Journal of Economics*, 51, pp. 209-23, in *Collected Writings*, vol. XIV ; trad. fr. par Jabk N. (1990), *Revue Française d'Economie*, vol. V, 4^e trimestre.

⁵² Notamment. En introduction de son article de 1978, Simon fait référence aux enseignements reçus de Knight.

⁵³ Ainsi les théories néo-institutionnalistes, économiques et sociologiques.

monde extérieur, en raison de son incertitude et de sa complexité. L’univers des possibles n’est pas donné à l’individu mais construit par ce dernier, par le processus de choix qu’il met en œuvre. L’incertitude n’est donc pas uniquement issue du monde extérieur mais est également engendrée par l’individu.

La théorie des conventions met clairement en avant la notion « d’incertitude radicale », au sens où, « au départ de l’action, aucune régularité ne peut être considérée comme un appui sûr, en raison d’une hétérogénéité des acteurs, de son déroulement temporel et de l’absence de définition complète d’un produit » (Eymard-Duvernay et *alii*, 2006, p. 28).

Le fait de se positionner dans un contexte d’incertitude modifie l’approche du futur et donc la formation du jugement. Représentable, pour la théorie de l’efficacité, par une série d’états des mondes possibles dont on connaît la liste, le futur devient le produit des interactions. La révélation des préférences ne peut s’effectuer *ex ante*, au moment de la prise de décision précédant l’action. Le temps de la délibération est considéré comme articulé à celui de l’action, intégrant également l’interaction avec autrui (Orléan, 2005).

3.2. Du traitement à l’interprétation de l’information

L’adaptation à l’incertitude est analysée par Favereau (1998) par la mise en œuvre de processus d’interprétation. Ce processus, au sein duquel l’information devient une « source de sens », s’oppose au processus calculatoire, au sein duquel l’information se définit comme « la variation des probabilités subjectives ». Sa valeur dépend de son environnement social.

L’auteur s’appuie, pour opposer la notion d’information à celle de marchandise, sur les différentes conséquences de la « rationalité limitée ». Il mentionne, à ce titre, les comportements d’apprentissage qu’elle induit, l’attention qu’elle suppose, les mécanismes de coordination qu’elle sous-tend, tant avec soi-même qu’avec les autres. Les informations ne sont ni « toutes exploitables », ni « toutes commensurables » (1998, p. 203, p. 213). Son argumentation est illustrée par une approche critique des travaux de Kahneman et Tversky.

Dans ce cadre, la mise en œuvre d’un processus d’interprétation s’oppose au processus calculatoire sur plusieurs points. Il requiert :

- « d’élaborer des modèles distinguant le général, traitable par le modèle, du particulier (non traitable par le modèle) » (p. 199) ;
- « d’entrer dans un système de règles pour lui prêter sens et pertinence, tout en restant à l’extérieur de celui-ci afin de l’appréhender dans un jugement critique » (p. 206) ;
- « de se mettre à la place d’autrui, non tant pour anticiper de l’extérieur ses réactions, que pour nous donner toutes les chances de communiquer nos intentions, sans équivoques, et ainsi comprendre, de l’intérieur, le sens profond de ses réactions », (p. 220). Ces réflexions ne sont pas sans rappeler l’importance des changements de perspective soulignés par Hogarth (1987) et Berthoz (2003).

L'élaboration de modèles permet de distinguer les situations et informations conformes des situations et informations déviantes. Ces dernières sont intéressantes par l'attention qu'elles stimulent et éventuellement par la révision du modèle qu'elles peuvent engendrer.

L'exploitation de l'information va dépendre, par ailleurs, de sa qualité. Le degré de qualité, considéré comme requis, est également fonction de l'individu qui utilise l'information. Il sera plus exactement fonction de « l'attention » que l'individu porte à l'information, « attention » qui va au-delà de « la perception bayésienne ». Le processus d'interprétation suppose la mise en œuvre d'un esprit critique, permettant la prise de recul nécessaire. Il suppose d'analyser la qualité des informations utilisées en recherchant les méta-informations renseignant sur cette qualité.

La démarche d'interprétation se fonde sur une « approche-structure » s'opposant à « l'approche-mesure » de la démarche calculatoire. Toutes les informations n'ont, en effet, pas le même poids. Elles vont donc donner lieu à un processus de hiérarchisation selon leur ordre d'importance. Cette non-homogénéité des informations rend en effet difficile le processus d'agrégation qui définit « l'approche-mesure ». Ainsi, le processus d'interprétation « consiste moins à tout homogénéiser pour reconnaître le meilleur, qu'à tout soupeser pour séparer l'important du secondaire » (1998, p. 209).

L'interprétation est également mobilisée en raison de la mise en place de procédures de coordination, tels que des règles, l'utilisation des objets, de raisonnement commun, qui apportent des repères sans toutefois déterminer les actions.

3.3. Une formation du jugement intégrant nécessairement les interactions entre acteurs

3.3.1. Une représentation du futur qui se construit au cours des interactions

En se fondant sur l'approche keynésienne, Orléan (2002b) articule la remise en cause des différentes hypothèses économiques de « l'équilibre général », qui caractérise l'approche conventionnaliste, à la question de la liquidité, qui caractérise les marchés financiers. Ces derniers sont censés donner la possibilité, à tout investisseur, de pouvoir, à tout moment, vendre son titre. Orléan (1999) démontre alors que les impératifs de liquidité engendrent « une déconnexion entre la valeur issue du monde industriel, qui se situe dans des perspectives de long terme, et la valeur financière » (p. 30). « Les échanges de titres deviennent soumis à la psychologie du marché, qui gouverne les variations à court terme » (p. 51).

(Orléan, 2002b) fonde son argumentation sur la contestation de deux hypothèses centrales de l'équilibre général, « l'hypothèse probabiliste » et « l'hypothèse de nomenclature ». Selon « l'hypothèse probabiliste », tous les agents disposent d'une description précise des états du monde futurs, associés à des probabilités d'occurrence.

Selon « l’hypothèse de nomenclature⁵⁴ », les biens présentés à l’échange sont de qualité homogène, déterminée de manière objective et reconnue par tous. Tous les agents disposent ainsi d’une vision claire du futur et des repères adéquats pour réaliser leurs échanges sans avoir recours aux autres agents. « L’activité cognitive se limite à l’information, c’est-à-dire à reconnaître un élément sur une liste établie a priori, liste qui fait l’objet d’un savoir a priori » (p. 212).

Cette dernière hypothèse, souligne Orléan (2002b), est également remise en cause par les tenants de la théorie de l’asymétrie de l’information. Pour ces derniers cependant, la qualité des biens est néanmoins connue, ex ante, par un des agents.

La remise en cause de ces deux hypothèses, d’un futur et d’une qualité des biens déterminés ex ante, nécessite la construction de « repères » assurant la convergence des représentations. La représentation du futur se construit ainsi au cours des interactions entre acteurs. C’est de ce cadre que « les états du monde » émergent progressivement.

3.3.2. Une évaluation « autoréférentielle »

La formation du jugement est implicitement abordée à l’aune de la question de la convergence des estimations. Selon les théories financières classiques, ce processus de convergence, par lequel s’opère la formation des cours boursiers, se réalise au fur et à mesure du traitement de toute l’information disponible, selon les mécanismes de formation du jugement précédemment décrits.

Orléan (2005) aborde cette question en se référant à deux autres possibilités de convergence, l’une qualifiée de « convergence sociologique », l’autre de « convergence mimétique » (p. 37).

Le premier mode de convergence, qualifié de « sociologique », se réfère aux travaux de recherche de Lordon⁵⁵ (1999) sur la formation des croyances selon des logiques sociales. La théorie proposée se fonde sur deux logiques d’action des croyances, une logique locale de construction interactive des représentations et une logique plus globale d’imposition de structures cognitives. Si l’auteur reconnaît, en effet, les apports des approches cognitives, il pointe le fait « qu’en raison de ses perspectives, le cognitivisme sous-estime l’imposition symbolique de représentations et la force de discours institutionnels⁵⁶ » (Lordon, 2000, p. 183).

Cette approche est reprise par Brière (2002) à propos de la détermination des taux d’intérêts. Selon cet auteur, en raison de l’absence de précisions sur le modèle à utiliser (néo-classique ou keynésien) et les informations à retenir, les agents ne disposent pas de références théoriques de valeur fondamentale susceptibles d’apporter un cadre opératoire. Ils vont donc faire des hypothèses sur la manière dont les autres agents appréhendent les relations entre variables macro-économiques. Brière démontre alors

⁵⁴ Référence aux travaux de Cartelier J., Benetti C. (1980), *Marchands, salariats et capitalistes*, Maspero.

⁵⁵ Lordon F. (1999), « Croyances économiques et pouvoir symbolique », *L’année de la régulation*, n°3.

⁵⁶ Et donc les rapports de force.

que les différentes représentations collectives, qui s’imposent selon les périodes, résultent de référents institutionnels. Brière se met cependant en marge d’une démarche de compréhension de l’émergence de ces représentations. Elle insiste néanmoins sur le fait que cette représentation n’est pas mécaniquement appliquée par les intervenants du marché, mais qu’elle sert de référents à leur action.

Le second mode de convergence, dite « mimétique » renvoie au concept « d’évaluation autoréférentielle ». Les croyances collectives se forment en se fondant sur les anticipations des autres intervenants. Se fondant sur les travaux keynésiens, Orléan (2002b) oppose au « modèle fondamentaliste », pour lequel l’investisseur utilise des variables exogènes au marché, issues de l’économie réelle, le « modèle autoréférentiel », pour lequel l’investisseur essaye d’anticiper les réactions du marché, à partir d’informations endogènes à celui-ci.

Ce type de croyance, précise Orléan (2002b), se distingue de croyances collectives résultant de l’expression d’une majorité et issues d’un processus d’agrégation. La convention se forme à l’issue d’un processus autoréférentiel, de « polarisation mimétique ». En transposant l’exemple donné par l’auteur, le fait qu’un analyste financier suppose que « le marché pense que l’action est sous-évaluée » peut se traduire de deux manières : « au premier degré », l’analyste considère que la majorité des individus composant la communauté financière pense que l’action est sous-évaluée ; « au second degré », il considère que le marché pense que le marché pense que l’action est sous-évaluée.

Le mode de raisonnement selon lequel « chacun pense que le groupe pense que chacun pense que » conduit à l’émergence d’interprétations plus ou moins « saillantes ». Si l’une de ces interprétations recueille un assentiment généralisé auprès du marché, elle devient alors une « convention », c’est-à-dire « un modèle d’évaluation reconnu par tous comme légitime » (Orléan, 2002b, p. 221).

Pour ses tenants, cette approche confère un mode de convergence plus robuste, que celui censé émerger d’un processus d’agrégation. En raison de la disparité des croyances, l’émergence par agrégation peut en effet se révéler difficile. Le processus d’évaluation autoréférentiel s’accommode au contraire de ses différences. Comme le précisent Chatel et Rivaud-Danset (2006), la convention n’est pas entendue comme « l’aboutissement d’un processus homogène de représentations » mais comme le fait de « rechercher une position moyenne ».

Par ailleurs, la croyance collective n’est plus uniquement fonction de son propre champ d’application, mais elle devient également dépendante d’éléments contextuels, historiques, culturels. Orléan (2002b) illustre son propos en se référant aux travaux de Shiller (1991)⁵⁷ sur le krach de 1987. Grâce une analyse des questionnaires distribués aux traders au moment de l’événement, Shiller explique la surréaction constatée par une anticipation et une transposition, par les différents intervenants, des conséquences du krach de 1929.

⁵⁷ Shiller R. (1991), « *Market Volatility*, », The MIT Press, Cambridge (USA) et Londres (GB).

Les conventionnalistes insistent également sur le fait que, face à la convention, tout individu conserve également une capacité d’interprétation, fonction du contexte, des objets présents... (Orléan, 2005).

3.3.3. Une construction ex post de la valeur fondamentale

Les cours fixés dépendent alors des croyances des « co-échangeurs ». L’efficacité opérationnelle des marchés financiers perdure, dans le sens où les cours suivent ainsi une marche aléatoire. Mais l’efficacité informationnelle est remise en cause, dans le sens où les cours n’ont pas vocation à refléter une valeur fondamentale définie avant l’échange (Bourghelle et *alii*, 2005, p. 12).

Orléan (2005) précise que l’impact des fondamentaux sur la valeur boursière perdure mais il la conçoit sur la base « d’évaluations conventionnelles propagées par le marché » (p. 31). La valeur fondamentale est alors analysée comme une « croyance partagée, que l’on ne peut départager sur la base de critères objectifs ou scientifiques ». Ce n’est qu’*ex post* qu’il est possible de déterminer si les prévisions conventionnelles se sont révélées exactes ou non.

La dimension cognitive, au sens « de la cognition sociale de groupe » devient un élément central (Orléan, 2002b, p. 212). Les marchés doivent ainsi être appréhendés comme des « structures cognitives, produisant et sélectionnant des conjectures sur l’avenir de l’économie et des entreprises », (Orléan, 2005, p. 34). La dimension normative est également fortement présente, en raison du caractère collectif de la pression exercée, mais également en vertu de retombées économiques engendrées par les périodes d’euphories boursières (Orléan, 2002b).

La théorie conventionnaliste apporte ainsi une approche très différente en termes de formation des jugements. Au cours de l’évaluation autoréférentielle, chaque individu va chercher « la croyance que chaque individu est prêt à accepter comme étant spécifique au groupe », c’est-à-dire celle qui va être retenue par le marché financier, afin d’anticiper ses évolutions. Cette attitude lui confère « une rationalité singulière, de nature fondamentalement mimétique » (Orléan, 2002b, p. 218). En revanche, une fois la stabilisation opérée, la convention acquiert une « existence » en soi, souvent difficilement contournable.

L’abord conventionnaliste de la valeur fondamentale conduit cette théorie à envisager, implicitement, la transposition de son analyse aux analystes financiers. Cet abord met en évidence la difficulté à cerner les impacts effectifs de la convention et renvoie aux questionnements soulevés à l’occasion du degré d’impact des influences sociales.

Orléan (2002b) avance trois orientations lors de son analyse de la convention de la « Nouvelle Economie ». En premier lieu, il insiste sur le fait qu’une convention ne peut acquérir une légitimité qu’à partir du moment où elle dispose d’un ancrage. « Elle doit se donner à voir comme une sagesse » (p. 223). La remise en cause des méthodes d’évaluation classiques se justifie ainsi par les caractéristiques éminemment novatrices des « business model » de ce nouveau type d’activité. En second lieu, il s’interroge sur le phénomène de rationalisation « *ex post* » réalisé par les gérants, recherchant après coup,

les fondements théoriques de leurs pratiques. Cette théorisation *ex post* constitue alors une assise pour un élargissement du champ d'influence de la convention. En troisième lieu, il introduit, à l'encontre des analystes financiers, la dimension normative de la convention. Il expose ainsi les pressions collectives auxquelles s'expose tout expert, qui chercherait à remettre en cause un fonctionnement se révélant très rémunérateur pour les investisseurs et les différents intermédiaires intervenant sur les marchés financiers.

Les travaux de Tadjeddine (2000) s'inscrivent dans la seconde orientation, selon laquelle les évaluations des sociétés de la Nouvelle Economie, reposent sur une convention stabilisée. D'après l'auteur, la valeur fondamentale des sociétés Internet, calculée en fonction de multiples de chiffre d'affaires, est considérée par les analystes interrogés, comme l'évaluation la plus correcte, la plus « adaptée ». Les analystes financiers y « croient » et adhèrent au processus (p. 47).

L'école conventionnaliste apporte une vision différente du fonctionnement des marchés financiers, déclinée essentiellement au niveau des investisseurs mais apportant des pistes de réflexion pour la formation du jugement des analystes financiers. Cette approche se fonde sur une certaine conception de « l'incertitude » qui conduit donc à appréhender la formation du jugement dans un contexte d'interaction avec autrui, en mettant l'accent sur l'interprétation de l'information ainsi que sur les mécanismes de représentations et de croyances collectives. Conçus comme des repères, ils servent ainsi de référents à l'action sans totalement la contraindre.

Comme le souligne Orléan (2002b), l'application de ce courant de recherche aux marchés financiers ouvre les perspectives de recherche sur « une activité cognitive d'un autre type, consistant à réfléchir aux habitudes du marché, à ses « normes, et à ses représentations. Dans un cadre autoréférentiel, il n'est plus possible de tracer une frontière étanche entre motifs économiques et motifs sociaux ou psychologiques. Toutes ces dimensions sont intrinsèquement liées » (p.220).

Conclusion et formulation d’une problématique centrée sur le rôle des interactions dans la formation du jugement

Cette revue de littérature conduit à mettre en évidence deux grandes approches du processus de formation du jugement.

Les recherches ayant intégré la question de la formation du jugement des analystes financiers l’ont plus ou moins explicitement articulée au rôle attendu de l’analyste financier. Pour les recherches en finance et, plus implicitement, en comptabilité, ce rôle correspond à un processus composé de trois phases : une première phase de recueil d’informations auprès des directions d’entreprises, une seconde phase de traitement de l’information, aboutissant à des prévisions de bénéfice ainsi qu’à la formulation de recommandation, et une troisième phase de diffusion à ses clients ainsi qu’à la communauté financière. La formation de son jugement s’inscrit alors dans un contexte de risque comme un processus essentiellement intrapsychique où les tiers interviennent à titre d’émetteurs et de récepteurs d’information.

La mise en évidence de deux grandes catégories de biais conduit à remettre en cause l’application stricto sensu de ce modèle théorique, voire à soulever la question des apports effectifs de l’analyste financier à la communauté financière.

Une première catégorie a trait à des biais de nature psycho-cognitive, obérant les mécanismes théoriques de perception et de traitement de l’information.

Une seconde catégorie englobe des biais liés aux interactions avec les autres acteurs. Les conflits d’intérêts avec des acteurs, intra ou interorganisationnels, peuvent conduire à restreindre ou à déformer les informations diffusées. Les comportements mimétiques produisent des analyses sans véritable contenu informationnel. Les informations deviennent bruitées.

Les apports des analystes financiers et la formation de leur jugement se caractérisent, par ailleurs, par des traits communs, relatifs à leurs modalités de réalisation ainsi qu’à leurs modes de diffusion.

Le flux d’informations est conçu dans une vision balistique, linéaire et orientée. « L’incertitude » est uniquement relative aux prévisions des états futurs. Afin de la diminuer, l’analyste collecte des informations auprès des directions d’entreprises, les traite puis les diffuse vers les actionnaires et investisseurs, avec un degré plus ou moins élevé de transformation.

Cette transformation s’opère sous forme de traitement et non d’interprétation puisque, en contexte de risque, le sens est consubstantiel à l’information. Les travaux en finance comportementale conduisent cependant à mettre en exergue des différences de perception, au sens où les poids donnés aux informations peuvent différer du modèle bayésien.

Cette information se caractérise par un fort degré de quantification. L’analyste se fonde essentiellement sur des données chiffrées et ses apports sont fortement circonscrits aux prévisions de bénéfices ainsi qu’aux recommandations diffusées par les « consensus » d’analystes.

Les échanges d’information entre acteurs se réalisent au sein d’espaces publics, et de manière homogène entre les acteurs, afin de contrecarrer les délits d’initiés.

Lorsqu’elle est étudiée, l’inscription sociale de l’analyste est analysée au travers des pressions exercées par les autres acteurs, via les mécanismes d’incitation mis en place, en termes de rémunération et/ou de réputation. Les interactions sociales sont ainsi négativement appréhendées.

Pour l’approche conventionnaliste appliquée aux marchés financiers, la considération d’un futur radicalement incertain engendre une autre perception du rôle de l’analyste financier et des modalités d’abord de son jugement.

Le sens de l’information n’est plus donné. L’information n’est plus traitée, mais donne lieu à des interprétations qui peuvent se révéler, pour une même information, divergentes. La valeur de l’action ne préexiste pas à l’échange, mais elle se construit en son sein. Les interactions sont alors partie intrinsèque du processus de formation du jugement de l’analyste qui concourt à la formation de la valeur fondamentale.

Abordée sous une acception plutôt négative ou comme une absolue nécessité, les interactions avec les autres acteurs apparaissent comme un élément important de la formation du jugement de l’analyste financier. Leur abord peut s’opérer sous l’angle de la création de sens, en mettant l’accent sur les enjeux relationnels et, plus largement, sur le fonctionnement de l’intermédiation financière.

L’appréhension du futur conduit à des conceptions très différentes du processus de la formation du jugement, synthétisées ci-dessous.

Tableau 2 – Les conceptions de la formation du jugement de l’analyste selon les contextes de Risque vs Incertitude

	Contexte de risque	Contexte d’incertitude
Prise en compte de l’information	traitement	interprétation
Définition de la valeur fondamentale	ex ante	ex post
Modélisation du jugement	probabilisable	non probabilisable

Cette revue de littérature soulève des interrogations, afférentes à différentes phases du processus de formation du jugement.

Abordant les interactions sous l’angle de la création de sens, l’économie des conventions apporte des orientations, qui soulèvent plusieurs types d’interrogations sur le travail demandé à l’analyste, sur les moyens qu’il met en œuvre ainsi que sur son articulation, d’un point de vue cognitif, avec les autres acteurs de l’intermédiation financière. La possibilité d’autres perspectives théoriques est cependant, à ce stade de réflexion, laissée ouverte.

L’analyste se doit donc d’opérer une forte réduction de la complexité, dans le sens où il va résumer la situation d’ensemble d’une société à un cours cible, sous-tendant une recommandation.

Cette réduction suppose une sélection des informations, considérées comme ayant un impact sur les cours boursiers. Cette sélection nécessite de se confronter à la question du sens. Dans quelle mesure, ce sens est-il donné à l’analyste ou donné par celui-ci ? Les procédures mises en œuvre relèvent-elle du traitement ou de l’interprétation de l’information ? Afin d’être agrégées, ces informations doivent avoir été préalablement rendues équivalentes. Si les informations quantitatives, caractérisant des perspectives de relativement court terme, apparaissent comme étant déjà plus ou moins « mises en forme », la prise en compte d’informations plus qualitatives semble plus délicate et s’articule avec la question de la mise en œuvre des savoirs académiques. Enfin, l’articulation entre la réalisation d’un cours cible et la formulation de recommandation apparaît peu étudiée.

Ce travail de réduction relativement complexe expose l’analyste en raison de son caractère public. Les jugements individuels sont automatiquement mis en correspondance avec ceux des autres analystes. Ils font aussi l’objet de confrontation ou de sanction, avec, ou par, l’évolution réelle des cours boursiers. Cette exposition suppose que le travail de l’analyste soit rendu également comparable à celui de ses confrères et s’articule avec l’évolution des cours boursiers.

En termes d’enjeux relationnels, cette exposition pose la question des attentes cognitives des autres acteurs à l’égard de l’analyste sell-side. Au premier abord, l’importance donnée aux recommandations souligne, en effet, l’aspect « substantiel » donné au travail de l’analyste. Ce possible attachement à l’aboutissement du processus de jugement conduit à s’interroger sur la répartition des rôles cognitifs entre l’analyste sell-side, l’éventuel analyste buy-side et le gérant, sur l’articulation de leurs travaux réciproques, sur le recul des autres acteurs face aux « biais » des analystes sell-side.

Plus largement, en termes de fonctionnement de l’intermédiation financière, des interrogations se posent sur leurs attentes ainsi que sur la manière dont les autres acteurs appréhendent et évaluent cognitivement le travail réalisé par l’analyste sell-side. Ces interrogations posent, plus globalement, la question du rôle de l’analyste sell-side et des positionnements respectifs entre acteurs.

Cette recherche a ainsi pour objet de s’interroger sur comment, au travers de leur inscription sociale, les analystes financiers, dits sell-side, forment leur jugement.

Il s’agit ainsi d’étudier les modalités sociales d’élaboration, par les analystes financiers, de leurs grilles d’analyse, en s’interrogeant sur la manière dont les interactions avec les autres acteurs participent à cette construction.

D’approche positiviste, les recherches précédemment entreprises tendent à s’inscrire dans des démarches hypothético-déductives, se fondant essentiellement sur l’utilisation des bases de données telles que les consensus d’analystes ou sur des expérimentations en laboratoires.

La prise en compte de l’inscription sociale conduit à aborder cette question de recherche dans une perspective de compréhension des pratiques des analystes financiers sell-side et d’interprétation de la formation de leur jugement, en les situant au sein de leur contexte social. Si l’économie des conventions apporte des orientations, nous n’avons pas souhaité nous inscrire a priori dans ce champ théorique afin de permettre l’émergence d’autres modalités d’interprétation.

Chapitre 2

Une approche interprétative, compréhensive et sociologiquement ancrée

Introduction

La revue de littérature, présentée dans le chapitre précédent, a essayé de retracer comment l'appréhension de la formation du jugement des analystes financiers s'inscrit dans les différentes évolutions ayant marqué les paradigmes fondateurs de la théorie financière ainsi que la théorie de la prise de décision. L'abord de cette question par les recherches en finance orthodoxe, en comptabilité, en finance comportementale ainsi qu'en économie des conventions a permis d'en préciser différentes phases.

La formation du jugement est d'abord conçue en tant que processus intrapsychique, hors de toute inscription sociale. Cette dernière est ensuite prise en compte, en tant que source de dérives potentielles, lors de l'étude des conflits d'intérêts. L'économie des conventions ouvre la voie à sa prise en compte en tant que partie intégrante à la formation du jugement des acteurs sur les marchés financiers, eu égard au contexte d'incertitude qui caractérise ces derniers.

Cette revue de littérature se conclut par l'énoncé de la question centrale de recherche : **« Comment les analystes financiers sell-side forment-ils leur jugement ? »**, en retenant une orientation axée sur l'inscription sociale des analystes financiers.

Ce chapitre a pour objet d'exposer la posture épistémologique choisie ainsi que la méthode d'analyse retenue, dont la mise en œuvre conduit à l'émergence et au développement des deux sous-questions de recherche. Cette démarche s'inspire des pistes de recherche explorées par Bettner, Robinson et McGoun (1994). Considérant que « les interactions entre les variables mesurées ne seraient pas réductibles à des termes mathématiques », ces auteurs proposent un enrichissement des voies de

recherche grâce à une articulation de l'analyse de l'activité financière avec la recherche en sciences sociales⁵⁸.

Dans un premier temps, nous présenterons les raisons ayant guidé le choix du paradigme interprétatif en tant que posture épistémologique, et de la Grounded Theory (ou « théorie enracinée ») en tant que méthode d'analyse. Les fondements théoriques de cette dernière sont décrits de concert avec la manière dont ils sont mis en œuvre. Pointant ainsi les interrogations et problèmes rencontrés, ce chapitre a vocation à retracer la traçabilité du raisonnement effectué, principal fondement, avec l'assentiment des acteurs, de sa validité.

Dans un second temps, nous essayerons de montrer comment l'articulation, conduite de manière itérative, entre les données issues du terrain et les théories mobilisables, conduit à la construction d'une approche de la formation du jugement qui se fonde sur les concepts forgés par la théorie sociologique néo-institutionnelle ainsi que par la nouvelle sociologie économique. Cette articulation de processus inductifs et déductifs conduit à décomposer la question centrale de recherche en deux sous-questions de recherche progressivement approfondies :

- Comment l'analyste sell-side est-il conduit à mobiliser différents dispositifs véhiculant des orientations cognitives et normatives institutionnalisées ?
- Comment l'analyste se positionne-t-il vis-à-vis de cet encadrement institutionnel, notamment au travers des relations nouées avec ses clients ?

⁵⁸ Ces auteurs s'interrogent, à titre d'exemple, sur l'appréhension de la notion d'endettement et sur sa signification hors de tout contexte historique, géographique ou social.

1. Le positionnement épistémologique et méthodologique

Ayant vocation à essayer de comprendre comment les analystes financiers forment leur jugement, cette recherche s'inscrit dans le courant interprétatif. Elle le décline en mobilisant les techniques de l'entretien dit « compréhensif » (Kaufmann, 2003) et la méthode d'analyse des données qualitatives recueillies, dite de la « Grounded Theory », en référence à la version développée par Strauss et Corbin (1990, 1994, 1998).

1.1. Le choix du paradigme interprétatif comme positionnement épistémologique

De la revue de littérature précédemment présentée surgissent différents paradoxes. Ce champ d'étude a donné lieu à des recherches, d'orientation essentiellement positiviste. Les tests réalisés sur l'existence de biais cognitifs ou de conflits d'intérêts ont conduit à souligner la variété des impacts possibles, la complexité des influences et de leurs interactions. Les études portant sur l'utilisation des informations et des méthodes soulèvent également des questionnements sur les écarts existant entre la connaissance théorique et sa mise en œuvre professionnelle. Il semblait donc intéressant de « donner la parole » aux analystes financiers en adoptant une démarche de compréhension, caractéristique d'une approche interprétative, afin de faire éventuellement émerger une autre vision du phénomène étudié.

Cette approche se réfère à la partition effectuée chez un certain nombre d'auteurs (Girod et Séville, 1999 ; Giordano, 2003 ; Hoarau, 2001) entre les « paradigmes » positiviste, interprétativiste et constructiviste. Cette partition ne fait pas forcément l'unanimité. Si un accord se dessine sur le positivisme et le constructivisme, généralement présentés en opposition, l'approche interprétative est beaucoup plus diversement appréhendée. Paradigme, posture ou pratique d'analyse (Wacheux, 1996 ; Denzin, 1994 ; Gubrium, et Holstein, 2000), elle peut, également, ne pas être identifiée en tant que telle (Guba et Lincoln, 2000).

Lorsqu'il est appréhendé en tant que paradigme, le courant interprétatif se caractérise par « un certain statut de la connaissance produite », « une dépendance du sujet et de l'objet », « une recherche de compréhension de la réalité » ainsi que par une « connaissance idiographique » (Girod et Séville, 1999, p. 17-21 ; Giordano, 2003, p. 20-21 ; Hoarau, 2001, p. 37).

Contrairement au positivisme, l'approche interprétative considère que le chercheur ne peut se poser comme extérieur aux faits sociaux qu'il étudie et arguer d'une certaine objectivité. L'essence de l'objet étudié ne peut, en effet, être atteinte, car elle est trop complexe et trop insaisissable. La réalité n'est donc jamais indépendante de la conscience de celui qui l'observe et ne peut être appréhendée, par le chercheur, qu'au travers d'un processus d'interaction (ou de rétroaction). Ce dernier étudie ainsi les interprétations de la réalité construite par les acteurs. Le constructivisme cherche à

construire la réalité avec les acteurs, et le positivisme à l'expliquer au travers d'un mécanisme causal, extérieur au sens donné, par les acteurs, à leurs pratiques. Pour le courant interprétatif, la connaissance produite doit être révélatrice de l'expérience vécue.

Ce courant mobilise plusieurs cadres conceptuels, philosophiques, sociologiques, ethnologiques (Gubrium et Holstein, 2000). La « philosophie interprétative » décline différents niveaux d'approche de la compréhension de la réalité (ou « verstehen »), l'approche herméneutique et « l'interprétativisme » (Schwandt, 2000). Pour l'approche herméneutique, la compréhension n'est pas une manière parmi d'autres de voir le monde. L'interprétation est constitutive en soi de l'expérience humaine, elle ne vient pas, après coup, donner du sens à une réalité qui en est indépendante. L'approche interprétativiste cherche à comprendre le sens que les acteurs donnent à la réalité.

Ce courant doit beaucoup aux travaux de Schütz qui, tout en s'inspirant des travaux de Dilthey, Weber et Husserl, construit sa propre approche théorique d'une sociologie phénoménologique, prenant ses assises sur l'expérience de la vie quotidienne (Noschis et Caprona, 1987 ; Isambert, 1989).

Schütz s'intéresse à la compréhension des procédures d'interprétation qui permettent de donner un sens à nos actions et à celles des autres. De Dilthey, il intègre la nécessité d'investigations historiques, tout en cherchant à dépasser une simple compréhension empathique.

Il retient les idées majeures de Weber : la nécessité de tenir compte de la signification subjective du comportement, du sens que les activités sociales prennent pour les acteurs, d'appuyer toute démarche sur des faits empiriquement vérifiables, de construire des types idéaux. Schütz reprend l'analyse classificatoire qui, en partant du sens que les acteurs donnent à leur conduite, construit des références abstraites, à partir desquelles pourra s'opérer l'analyse compréhensive permettant de « rendre intelligible le social ».

Ces types idéaux ne sont cependant pas assimilables à des concepts issus d'une activité intellectuelle. Ils ne s'apparentent pas à une démarche heuristique de rationalisation du comportement. Comme le développe Husserl avec le concept de « typicité », ils sont construits par les individus, qui puisent dans leur expérience passée. Ces types sont présents dans notre activité sociale quotidienne et entrent dans toute interprétation subjective. Loin d'être isolés, ils constituent des ensembles organisés et concrétisent une expérience du monde partagée par les acteurs (Schütz, 1987, p. 79-80 ; Isambert, 1989, p. 308-310 ; Noschis et Caprona, 1987, p. 246-247).

Schütz montre que le chercheur cherche également à définir ces mêmes idéaltypes. Mais les caractéristiques de sa démarche font que ses constructions seront toujours au « deuxième degré », afin d'éviter les dérives « subjectivistes » (Noschis et Caprona, 1987, p. 258). « Le chercheur devra ainsi respecter deux postulats : “ le postulat de consistance logique ”, c'est-à-dire la validité objective des objets de pensée construits par le chercheur en sciences sociales », et “ le postulat d'adéquation ”, qui requiert que ces objets soient « compatibles avec les constructions de la vie quotidienne » (Schütz, 1987, p. 85).

Schütz a influencé nombre de chercheurs, dont des tenants de l'approche phénoménologique tels que Berger et Luckmann (1966/2006), qui lui rendent hommage dans leurs travaux portant sur le concept de réalité socialement construite. Ces derniers montrent ainsi comment l'interaction entre les acteurs conduit au développement d'une signification « intersubjectivement » partagée, qui devient un « artifice objectif ».

Les travaux de Schütz ont également contribué au développement de l'ethnométhodologie. Garfinkel reprend son analyse des significations, notamment pour l'étude de la réflexivité, c'est-à-dire de la capacité des individus à rendre compte, eux-mêmes, de leurs pratiques, et l'approfondit par l'analyse du langage (Powell et DiMaggio 1991). Ces deux courants de recherche font partie des courants fondateurs de la théorie sociologique néo-institutionnelle, mobilisée comme cadre théorique de cette recherche (cf. développements ultérieurs).

L'approche interprétative repose donc sur l'interprétation, par le chercheur, des représentations subjectives des individus qui interprètent, eux-mêmes, dans leur vie quotidienne, leur propre monde. Cette démarche suppose la mise en œuvre d'outils conceptuels permettant de prendre la distance nécessaire avec « le regard spontané d'origine », de marquer une rupture progressive avec « le sens commun, sans toutefois rompre complètement avec lui » (Kaufmann, 2003, p. 22). Cette approche se décline notamment dans une manière « compréhensive » de conduire un entretien (Kaufman, 2003) ainsi que dans des méthodes d'analyse de données qualitatives, comme la « Grounded Theory », développée par Glaser et Strauss (1967).

1.2. Le recours à la « théorie enracinée » (ou « Grounded Theory ») comme méthodologie

Les analystes financiers ont souvent été utilisés comme des détours de réflexion pour tester les hypothèses de différentes formes d'efficience des marchés, ou les modalités d'utilisation des informations comptables. Ces recherches se sont donc intéressées à des aspects ciblés de la construction du jugement en opérant, soit *in vitro*, soit à partir de bases de données. Une approche *in vivo* a été entreprise avec le souci d'essayer de saisir une partie de la complexité de ce processus et de nuancer, en essayant de les comprendre, les comportements qualifiés de mimétiques ou soumis à des conflits d'intérêts. La théorie enracinée est apparue comme la méthode la plus appropriée pour essayer de porter un autre regard, émergent des préoccupations exprimées par les analystes financiers *sell-side*.

1.2.1. Les origines de cette méthode

Dans leur ouvrage de 1967, Glaser et Strauss proposent une première conceptualisation de la Grounded Theory⁵⁹, méthode « enracinée, engendrée et développée en interaction avec les données collectées » qui s'oppose aux théories structuralistes et fonctionnalistes, dominantes, à l'époque, en sociologie (Strauss et Corbin, 1994).

Par une confrontation de la théorie émergente, provenant de l'observation des faits, avec des théories existantes, la Grounded Theory articule, par de nombreux allers-retours, l'induction et la déduction, et offre une démarche d'analyse systématique de données qualitatives. Elle conjugue ainsi l'apport de Glaser, « sa transposition aux méthodes qualitatives de la rigueur des méthodes positivistes appliquées aux recherches quantitatives », et l'apport de Strauss, « sa familiarité avec les études de terrain via son appartenance à l'interactionnisme symbolique » (Charmaz, 2000, p. 512).

Le premier ouvrage de 1967 posait les principes essentiels de la méthode. Les publications ultérieures, notamment à partir de la fin des années soixante-dix, furent réalisées de manière indépendante par les deux auteurs, en collaboration parfois avec d'autres chercheurs. Les différences d'approche qui sont alors apparues ont donné lieu à une littérature comparative abondante.

Les écrits de Strauss et Corbin (1994), qui s'inscrivent explicitement dans une approche interprétative, ont constitué la principale référence pour le déroulement de cette recherche, comme ils le furent pour d'autres recherches en finance et en comptabilité (Holland, 2001 ; Parker et Roffey, 1996). Ces écrits fournissent en effet des explications plus précises sur la mise en œuvre de cette méthode, que l'ouvrage fondateur de 1967, ou que les préconisations établies, par la suite, par Glaser. Ce dernier considère en effet qu'une formulation trop précise des différentes étapes conduit à briser l'esprit d'émergence et à augmenter le risque de « placage » de théories existantes (Glaser, 2004). Demeurant en accord sur les grands principes de cette méthode, Glaser et Strauss ont divergé, à partir de la fin des années soixante-dix, sur leurs déclinaisons concrètes, en particulier sur le rôle accordé à la littérature.

1.2.2. L'architecture d'ensemble

La Grounded Theory met en œuvre un processus non séquentiel, constitué de multiples « allers-retours » entre les phases d'observations, d'analyses et de théorisation. L'objet se construit peu à peu, grâce à une élaboration théorique qui progresse à partir d'hypothèses forgées sur le terrain et qui émerge lentement des données.

Elle repose sur :

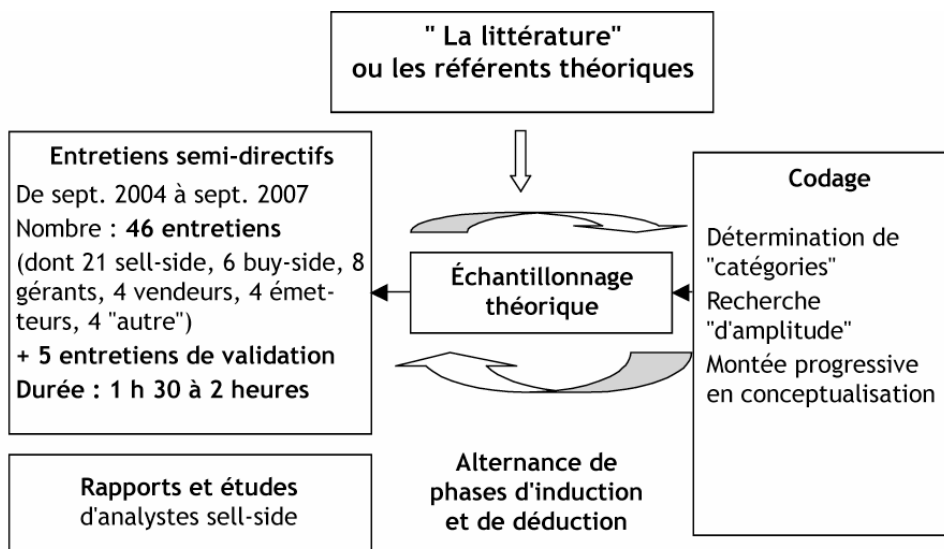
- une approche simultanée de la collecte et de l'analyse des données assurant l'émergence de la théorie ;

⁵⁹ Même si Demazière et Dubar font remonter à Hughes la paternité de la Grounded Theory (Demazière D., Dubar C. (1997), « E.C. Hughes, initiateur et précurseur critique de la Grounded Theory », *Sociétés contemporaines*, n°27, p. 49-53.

- un mécanisme de « comparaison constante », obligeant le chercheur à considérer les données dans leur diversité et à différents niveaux, comparaisons des incidents entre eux afin de dégager des catégories, des incidents avec les propriétés des catégories, des catégories entre elles au travers de leurs propriétés et de leurs dimensions afin de progresser dans la conceptualisation (Glaser et Strauss, 1967 ; Locke, 2001) ;
- un processus de codage à plusieurs étapes, variables selon les différentes déclinaisons de cette méthode. Strauss et Corbin (1990) distinguent ainsi le codage ouvert, axial, sélectif ainsi que la construction de matrices conditionnelles ;
- la rédaction de « mémo », dès le premier entretien, dans le but de faciliter la construction d'une analyse conceptuelle ;
- l'émergence d'idées à un niveau conceptuel supérieur et leur intégration dans un cadre théorique global (Glaser et Strauss, 1967 ; Charmaz, 2000).

Cette méthodologie traite de l'analyse de données qualitatives une fois ces dernières collectées. Le recueil des données ne donne, en effet, que peu d'explicitations. Si Glaser et Strauss (1967) insistent sur le recours à des données d'origines diverses, entretiens semi-structurés, observations participantes, documents (1967), ils donnent peu de détails sur les modalités de leur recueil, considérant sans doute les compétences comme déjà acquises (Charmaz, 2000 ; Locke, 2001, p. 44). Strauss et Corbin (1994) renvoient ainsi à d'autres références pour l'approche du terrain, tout en insistant cependant sur les biais pouvant être introduits par des entretiens structurés (1994, p. 203). Ces derniers risquent en effet de limiter la recherche en conduisant à des réponses en adéquation trop stricte avec les questions posées. Les référents pour l'approche du terrain sont donc plutôt à rechercher dans les méthodologies qualitatives générales.

Figure 8 - La mise en œuvre de la Grounded Theory



1.2.3. Les conditions de validation

Selon Glaser et Strauss (1967, p. 238-250) et Strauss et Corbin (1998, p. 267-269), la validation des travaux s'établit à l'aune :

- de leur concordance avec le terrain (« fit »), validée sur des aspects ciblés, par les entretiens de la deuxième vague de mi-2006, réalisés auprès des analystes sell-side, et plus globalement, par des entretiens dédiés à cet effet, réalisés en septembre 2007⁶⁰ ;
- de leur apport d'une réelle compréhension des phénomènes étudiés (« understanding »), ce que le modèle de formation du jugement proposé tente de retracer ;
- de la permanence de la théorie développée grâce à sa relative capacité à se modifier, à s'adapter aux changements de situations, aux nouvelles données collectées (« generality and control »).

Sur ce dernier point, cette recherche s'est attachée à tenir compte, au travers de l'échantillonnage théorique, des particularités inhérentes à la taille de la capitalisation des sociétés couvertes par les analystes, « grandes » ou « moyennes », au degré d'ancienneté et de notoriété des analystes, ainsi qu'aux différents modes de gestion. Elle demeure, en revanche, circonscrite au cadre des pratiques d'acteurs intervenant sur les marchés financiers français. Sa généralisation dans l'espace nécessiterait donc des compléments d'analyse, tout comme sa généralisation dans le temps. Les entretiens, qui se sont déroulés sur la période 2004-2007, en intégrant des perspectives historiques à compter des années quatre-vingt-dix, relatent des pratiques s'inscrivant dans des phases haussières et baissières des marchés financiers. L'adaptation des résultats à d'autres changements de situation, juridiques ou autres, nécessiterait des études ultérieures.

Mucchielli et Paillé (2003) insistent, par ailleurs, sur le « travail de validation constante » que cette méthode suppose. Ce travail, que les développements suivants tenteront de mettre en évidence, doit ainsi s'opérer à différents niveaux : lors de « l'écoute de l'acteur », de « la distinction opérationnelle entre thèmes et catégories », de « la validation en mode d'écriture », de « l'inférence thématique » et de « la saturation des catégories » (p. 197). Les développements suivants ont ainsi vocation à retracer la manière dont nous avons essayé de mettre en œuvre ces prescriptions.

⁶⁰ Ces aspects seront développés ci-après lors de la description des entretiens (point 2.1.4.).

1.2.4. Le rôle de la littérature

Au premier abord, les recommandations formulées à l'égard du rôle de la littérature peuvent sembler relativement contradictoires. Glaser et Strauss (1967) conseillent de faire émerger la théorie à partir des données, de s'immerger d'abord dans les faits afin de ne pas « forcer » les données dans des catégories préconçues (p. 37). Des recherches de similitudes et des convergences avec la théorie existante peuvent être réalisées une fois que les catégories analytiques de référence ont été déterminées. Ce souci apparaît par la suite de manière récurrente dans les différents écrits.

Le chercheur doit cependant disposer, au préalable, d'une perspective, d'une sensibilité théorique, qui l'aide à voir les données pertinentes et les catégories abstraites significatives (Glaser et Strauss, 1967 ; Locke, 2001).

Peut-être faut-il cependant y voir le souci de distinguer « l'esprit » de la « lettre ». Les écrits de Strauss et Corbin (1998, p. 56) font référence aux apports de la littérature de la discipline. Ils précisent ainsi qu'il existe « une différence entre « un esprit ouvert » et « une tête vide » (...), que le problème n'est pas tant d'utiliser ou non la littérature existante, mais la manière de le faire, sachant que les théories que les chercheurs ont en tête les influencent, de fait, de multiples manières ». La radicalité, à cet égard, de Glaser (2004, p. 9) est toujours rattachée au souci, déjà fortement développé dans le premier ouvrage, de ne pas influencer l'analyse ultérieure des données en recherchant des catégories qui corroboreraient des hypothèses initiales, de ne pas « forcer » les données.

Peut-être faut-il également distinguer le chercheur expérimenté, qui dispose du bagage intellectuel nécessaire en termes de connaissances et de méthodologie et le chercheur « débutant » (Charmaz, 2000, p. 514 ; Kaufmann, 2003, p. 34). Il peut ainsi être judicieux pour ce dernier d'avoir en tête une idée, une hypothèse, une question, qui jouera le rôle de guide tout en conservant l'ouverture qui permet l'adaptabilité. « Une petite avance est ainsi prise, au départ, dans la compétition continue entre le chercheur, qui veut dominer son matériau en construisant une architecture conceptuelle, et le matériau, qui dans son processus d'accumulation tend sans cesse à l'engloutir » (Kaufmann, 2003, p. 34).

Un travail, en amont, de revue de littérature a ainsi été réalisé sur le fonctionnement des marchés financiers selon différentes approches, sur l'évolution de la recherche en finance et en comptabilité ainsi que sur la manière dont la recherche avait intégré le rôle et la démarche des analystes financiers. La mise en évidence d'une relative absence d'études concrètes sur la démarche utilisée par les analystes a permis de réaliser une première formulation du sujet.

Les grands thèmes de la littérature professionnelle avaient été également appréhendés. Il était en effet, à notre sens, important de saisir le contexte historique et social qui avait, de fait, immanquablement, mais à des degrés sans doute divers, marqué les acteurs, tout en prenant la distance nécessaire. Les premiers entretiens ont en effet débuté fin 2004, dans une période subissant encore les contrecoups de la bulle spéculative de la fin des années quatre-vingt-dix et du krach boursier de 2001.

Le premier fil conducteur, qui servit de guide, intégrait la question de l'importance du « relationnel », l'idée d'un lien entre les attentes que les analystes perçoivent des autres acteurs et la manière dont ils procèdent pour formuler leur jugement. Ce fil conducteur intégrait également l'intuition selon laquelle l'expertise de l'analyste ne se situait pas uniquement dans ses recommandations. Afin d'éviter l'emprisonnement dans des idées ou des grilles d'analyse préconçues, le guide des premiers entretiens fut cependant général et ouvert, intégrant une série de thèmes.

Au fur et à mesure de l'avancée des travaux, les questions se firent plus précises, intégrant certains concepts déjà développés ainsi que des questions plus directes sur les catégories émergentes (Strauss et Corbin, 1998 ; Glaser et Strauss, 1967).

Il est également important de souligner que le processus de codage n'est pas un processus linéaire. L'articulation des « incidents » émergents du terrain avec des catégories plus conceptuelles, issues de la littérature, s'effectue de manière itérative, s'apparentant, à notre sens, à un processus « d'essais-erreurs ». Certaines directions peuvent être ainsi, un temps, empruntées. L'approfondissement de l'articulation entre les théories mobilisées et l'étude des données collectées peut parfois amener le chercheur à « rebrousser chemin ».

1.3. Le recours à la Grounded Theory dans les recherches en finance et en comptabilité

Nombre de recherches en sciences de gestion se sont fondées sur cette méthodologie, notamment en management (Locke, 2001, p. 97-114) ainsi qu'en systèmes d'informations (Orlikowski, 1993). Cette méthode est en revanche moins employée pour les recherches en comptabilité financière ainsi qu'en finance. Les principales recherches recensées dans ce domaine ont essentiellement pour cadre le marché de l'information.

Barker (1998) utilise cette approche pour étudier les besoins en information des responsables de fonds de pension ainsi que les apports des analystes financiers. Il met ainsi en évidence la contribution de ces derniers à l'efficacité du marché de l'information et leur rôle en tant qu'outils de comparaison pour l'évaluation des actions. Cette recherche repose ainsi sur une approche inductive destinée « non à tester des hypothèses, mais à élaborer un cadre théorique destiné à comprendre les flux d'informations sur les marchés financiers » (p. 6).

La Grounded Theory a sous-tendu les travaux de recherche réalisés par Holland à partir de 1993 portant sur le marché de l'information ainsi que sur le rôle de la gouvernance, au travers de la compréhension des relations tissées entre les sociétés et les institutionnels financiers (en particulier les jeux d'influence, d'apprentissage, d'échange d'informations). Dans un article résumant ses travaux sur cette période (2001), il en expose les différentes phases, détaille sa mise en œuvre en se référant à l'approche de Strauss et Corbin. Il explique comment cette méthode a conduit à des analyses portant sur l'utilisation d'informations publiques ou privées par les managers de fonds, sur le

processus de création de valeur et plus globalement à une meilleure compréhension des aspects institutionnels de l'environnement financier.

Le processus de communication financière a également été étudié par Gibbins, Richardson et Waterhouse (1990) au travers de cette méthode (référence à Glaser et Strauss, 1967 ; Glaser, 1978). Leur choix reposait sur la constatation d'une faible connaissance concernant la mise en œuvre du processus des lieux de décisions, de la hiérarchie des problèmes pris en compte, du rôle des consultants, auditeurs...

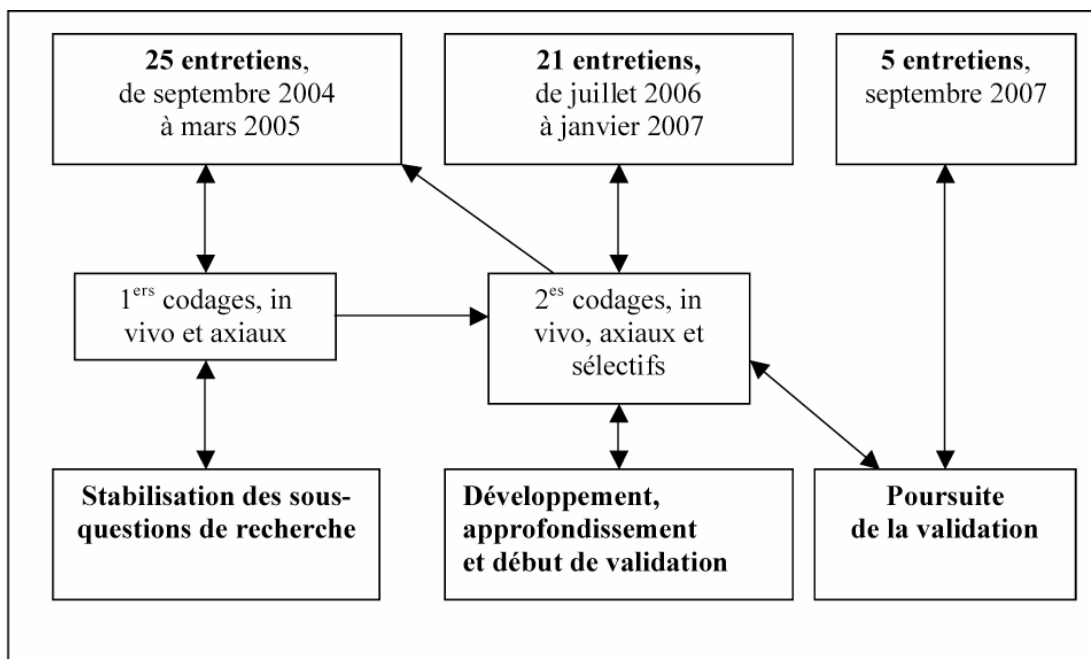
Plus récemment, cette démarche a également été employée, à notre connaissance, dans le cadre de deux recherches doctorales : celle de Richard (2000), relative aux déterminants de la qualité de l'audit, et celle de Hellman (2000), relative à l'étude du processus de décisions d'investissement prises par les investisseurs suédois. Dans le premier cas, cette démarche a ainsi permis de mettre en exergue les liens sociaux pouvant exister entre les commissaires aux comptes et les directeurs financiers. Dans le second cas, elle a fait émerger six facteurs intervenant dans la prise de décision : l'opinion fondamentale sur la société, sur les actifs détenus, les conditions du marché, certaines conditions contextuelles, et les considérations financières, externes ou internes à la société de gestion.

2. La mise en œuvre de la démarche méthodologique

La présentation de la démarche réalisée est scindée en deux grandes étapes, le recueil de données et leur analyse, étapes réalisées de concert. Le recueil de données a été essentiellement effectué par la réalisation de 51 entretiens semi-directifs, complétés par la lecture de rapports d'analystes et d'articles de la presse professionnelle. Leur analyse a donné lieu à différentes phases de codage conduisant à l'émergence de catégories articulées aux théories mobilisées.

Cette recherche a également mobilisé, de manière plus ou moins consciente et explicite, l'expérience acquise depuis près d'une quinzaine d'années en tant qu'expert auprès des comités d'entreprise. Cette expérience, précieuse pour le déroulement d'entretiens, a agi comme un « miroir », repère ou point de comparaison, tant dans le souci de compréhension d'une « autre » formation du jugement que dans l'élaboration de la réflexion.

Figure 9 - Articulation des différentes phases de la démarche méthodologique



2.1. La réalisation des entretiens

2.1.1. Le choix du recours aux entretiens

L'entretien est considéré comme une méthode particulièrement appropriée pour une recherche interprétative (Demers, 2003 ; Kaufmann, 2003). Dans le cadre de la mise en œuvre de la Grounded Theory, il s'agit d'une méthode privilégiée, mais non exclusive, de recueil d'informations, au sens où, dans la perspective d'une construction sociale de la réalité, « celui qui parle ne se limite pas à donner des informations. Il s'engage dans un travail sur lui-même (...), choisit, dans sa perception du social, ce qu'il va retenir pour construire son identité et s'inscrire à son tour dans le social » (Kaufmann, 2003, p. 60-61).

Dans le cadre de notre recherche, l'entretien, appuyé sur l'étude de sources documentaires, nous est apparu comme la méthode la plus appropriée. La question du recours à l'observation s'est posée. Celle-ci aurait pu se traduire soit par l'accompagnement d'un analyste (observation stricto sensu), soit en accomplissant le travail « au titre de » (observation participante).

En ce qui concerne la première éventualité, la formation du jugement est un processus qui ne respecte pas l'unité de temps et de lieu. Elle résulte d'une combinaison d'actions fragmentées temporellement et géographiquement. S'ajoute également la difficulté d'observation même du processus, liée à son caractère intellectuel mais également aux contraintes relevant du principe de confidentialité des affaires. La projection, par un responsable investisseurs, d'un film réalisé sur le déroulement de « morning meetings », a cependant permis d'analyser avec lui cette pratique.

La seconde éventualité s'est révélée difficile à mettre en œuvre et n'aurait pu constituer qu'un complément. En tant qu'analyste « débutant », l'accès à certaines facettes importantes du métier, comme la relation avec les clients, n'est pas forcément acquise d'emblée.

2.1.2. Le choix des interlocuteurs

Les critères « d'échantillonnage théorique »

Dans ce cadre de recherche, le choix des informateurs ne relève pas d'une représentativité statistique. La collecte des données est guidée par les concepts provenant de la théorie en construction. L'analyste procède conjointement à la collecte, au codage et à l'analyse des données, processus qui guide le choix des données à collecter ultérieurement. L'échantillonnage « théorique » est ainsi cumulatif. Il est guidé par les différents stades de codage et évolue donc avec le processus de recherche. « Seront ainsi progressivement recherchés les événements et par conséquent les personnes permettant de maximiser l'opportunité de découvrir une variation dans les concepts » (Strauss et Corbin, 1998, p. 201).

Les pratiques conseillées préconisent la recherche de l'accès à une diversité de points de vue, en intégrant des contre-exemples, des personnes « excentriques », voire « un peu à la périphérie ». Il est ainsi conseillé de conjuguer « le représentatif, l'invalidant, le surprenant ». Cette recherche de diversité, fondamentale pour Glaser et Strauss, permet, par les différences et les similitudes constatées, de faire émerger les catégories, de développer les propriétés théoriques, de construire la théorie.

L'introduction de cette diversité (géographique, temporelle, de situations) diffère cependant selon les auteurs. Pour certains, elle permet d'introduire, dès le départ, une base de comparaison des données facilitant l'analyse (Demers, 2003, p. 192 ; Miles et Huberman, 2003, p. 59-62). Glaser et Strauss prônent plutôt dans un premier temps une minimisation des différences entre les « groupes » étudiés, afin de faciliter la détermination des catégories, de leurs conditions d'existence et de leurs propriétés principales. Pragmatiques, Strauss et Corbin (1998) précisent cependant que, bien souvent en début de recherche, les chercheurs suivent une liste ou interrogent les personnes dans l'ordre où ils les rencontrent. Les variations émergent en général naturellement.

Par la suite, l'échantillonnage sert à densifier et saturer les catégories en se fondant sur les dimensions et les propriétés des catégories, puis à intégrer les catégories au sein d'une théorie. La maximisation des différences permet ainsi de développer plus largement les propriétés, de les « densifier », de les intégrer à un niveau plus conceptuel (Glaser et Strauss, 1967, p. 55-56). Les « événements négatifs » ne remettent ainsi pas en cause la théorie en cours d'élaboration ; ils ne font que souligner la nécessité d'un approfondissement complémentaire.

L'échantillonnage tend à devenir de plus en plus ciblé au fur et à mesure de la progression de la recherche. Il se termine avec la saturation théorique. Plus aucune donnée pertinente n'émerge, les catégories sont développées en termes de propriétés et de dimensions et les relations entre catégories sont validées.

La réalisation de l'échantillonnage

Les entretiens ont été principalement réalisés avec des analystes sell-side, buy-side et des gérants. En phase exploratoire, les entretiens avec les directions d'entreprises nous avaient semblé être de premier plan. Les axes d'analyse qui ont progressivement émergé ont resserré le champ des interlocuteurs et réorienté le contenu des entretiens avec les directions sur des thèmes particuliers. A contrario, des entretiens avec les vendeurs nous sont apparus progressivement nécessaires.

Les entretiens ont été réalisés en plusieurs vagues, chaque vague étant définie par un guide d'entretien spécifique, en articulation avec l'avancée de la recherche.

Tableau 3 - Calendrier des 51 entretiens réalisés

Entretiens	sept. 2004- fév. 2005	janv.-fév. 2005	juillet-sept. 2006	déc. 2006- juin 2007	sept. 2007
Analystes sell-side	1 ^{re} vague		2 ^e vague		3 ^e vague
Analystes buy-side et gérants		1 ^{re} vague	1 ^{re} vague (suite)		
Vendeurs			1 ^{re} vague		
Responsables investisseurs		1 ^{re} vague		2 ^e vague	

L'accès au terrain par la réalisation d'entretiens s'est globalement révélé plus aisé que prévu. Les personnes contactées ont en général manifesté, de prime abord, un réel intérêt pour le sujet. Si certains entretiens ont parfois été différés dans le temps en raison d'une saisonnalité marquée, les cas de refus sans appel ont été extrêmement rares.

L'« échantillonnage théorique » des entretiens menés auprès des analystes sell-side

Les premiers entretiens réalisés auprès d'analystes sell-side ont été réalisés en essayant de combiner la diversité des secteurs de spécialisation, des employeurs, des sexes, l'adhésion ou non à la SFAF. Une première liste a ainsi été élaborée en retenant 28 analystes, un analyste par bureau, suivant l'ordre alphabétique de l'annuaire de l'AGEFI de l'année précédente.

La prise de contact s'est effectuée début septembre 2004, de manière scripturale dans un premier temps, puis téléphonique dans un second temps (cf. annexe n°2). Les relances ont été plus ou moins nombreuses.

Le contact a donc été établi sans intermédiaire, personnel ou organisationnel. La difficulté a surtout résidé dans l'accès aux interlocuteurs, essentiellement en raison du départ des analystes choisis des bureaux auxquels ils étaient censés appartenir, ou de la disparition, pour cause de fusion, des bureaux concernés. Certains analystes avaient, par ailleurs, été mutés à Londres. En raison du rythme des publications des sociétés ou des grandes manifestations sectorielles, la fin et le tout début de l'année civile se révèlent légèrement plus propices.

Une fois le contact établi, la quasi-totalité des analystes a répondu favorablement, manifestant un intérêt explicite pour le contenu de la recherche, intérêt souvent reformulé à la fin des rencontres. Les entretiens ont pratiquement tous eu une durée plus proche de deux heures que de une heure et demie (durée indicative précisée dans la lettre envoyée), et ce, malgré des réserves parfois émises en début d'entretien, arguant du manque de disponibilité. Aucun interlocuteur n'a souhaité relire la retranscription de l'entretien réalisé.

Tableau 4 - Description de l'échantillon des analystes sell-side rencontrés (AS)

Date	N° (1)	N° sociétés(1)	Secteurs	Particularités	Age/ ancienneté(2)	Formation
15/09/04	1AS	A	G2 Télécommunication	SFAF	55/30	DEUG de mathématiques
17/09/04	2AS	B	A2 Oil gas	SFAF	55/30	Ingénieur
23/09/04	3AS	C	A1 Mining, B4 Steel		30/7	Ecole de commerce
24/09/04	4AS	D	C1 Aéronautique, F3 Média, K (mid caps)	Direction/ SFAF	35/11	Ecole de commerce
04/10/04	5AS	E	D1 automobile	SFAF/ Direction	40-45/15	Sciences politiques licence de chinois
05/10/04	6AS	F	B2 Construction		30/5	École de commerce
08/10/04	7AS	G	F4 Service et K	SFAF	45/6	Sciences Po Bordeaux
11/10/04	8AS	H	D2 Luxe		30-35/10	Ecole de commerce
15/10/04	9AS	I	C3 Electronique Informatique, mid caps	Prix	30/6	« sur le tas »
28/10/04	10AS	J	E2 Alimentaire, K mid caps	SFAF	30-35/4	Sciences Po
08/11/04	11AS	K	K Mid caps	SFAF	50/25	Intec
09/11/04	12AS	L	A2 Oil	SFAF	50+/25	Sciences Po
11/11/04	13AS	M	A2 Oil	SFAF	32/6	Ecole de commerce
20/02/05	14AS	N	G2 Télécommunication		45/5	MSTCF puis BIPE
18/01/05	22AS	O	Banque + immobilier	Devenu gérant	45/20	ESSEC
19/07/06	15AS	Q	C Défense, télécoms...		40/12	
20/07/06	16AS	R	Mid caps		30/5	Univ. Léonard de Vinci (gestion)
28/07/06	17AS	L	Mid caps	Prix	35/10	DESS Banque finance Sorbonne Maîtrise économétrie
04/09/06	18AS	S	D1 Automobile	Prix	50/25	« sur le tas«
05/09/06	19AS	R	F3 Media	Prix	45/20	HEC
25/09/06	20AS	T	Mid caps Pas d'enregistrements		30/5	DESS finance
15/09/06	21AS	V		ISR	45/18	

(1) codes retenus lors des citations d'extraits d'entretiens.

(2) Indicatifs

Le premier échantillon a ainsi été composé de 14 analystes sell-side :

- d'âges et d'anciennetés divers ;
- couvrant des entreprises appartenant à des secteurs relativement différents ;
- salariés de grandes sociétés de courtage, positionnées sur les grandes capitalisations, ou des sociétés de taille plus réduite, positionnées sur les moyennes et petites capitalisations ;
- appartenant à des filiales d'institutions financières françaises, anglo-saxonnes ou d'autres nationalités européennes ainsi que de sociétés d'assurance.

La diversité des interlocuteurs a permis de cerner certaines propriétés, en particulier les différences liées à la taille de la capitalisation couverte (grande d'une part, moyenne et petite d'autre part), critère qui ne nous avait pas paru discriminant au premier abord. Les entretiens ont été suspendus afin de pouvoir consacrer du temps aux phases de retranscription et de codage, phases dont l'aspect chronophage a été, au début, largement sous-estimé.

Le second échantillon, composé de sept analystes, a été réalisé de manière légèrement différente. Les critères d'échantillonnage ont été affinés. Il a été notamment recherché les analystes :

- ayant eu des classements dans les différents prix et/ou recommandés ;
- travaillant dans le domaine des investissements socialement responsables (ISR).

L'approche par « les réseaux » a ainsi été, cette fois, privilégiée en essayant de rencontrer des analystes dont les noms avaient été cités plusieurs fois par leurs confrères ou des clients. La qualification « d'analyste star », utilisée dans les chapitres suivants, fait ainsi référence à des analystes ayant été primés et dont les noms ont été cités tant par des gérants value que par des analystes buy-side de gestions plus classiques.

Ces deux orientations, « à l'aveugle » dans un premier temps, et sur « recommandation ou orientation » dans un second temps, se sont révélées complémentaires. Un champ de pratiques relativement diversifiées a pu être ainsi étudié. Il est, à ce titre, intéressant de relever des similitudes dans les réflexions entre « ceux qui recommandent » et « les recommandés ».

La troisième vague s'est inscrite dans le cadre de la validation de notre recherche et a été effectuée auprès d'analystes déjà rencontrés lors des deux premières.

L'« échantillonnage théorique » des entretiens menés auprès des autres acteurs

Pour les entretiens auprès des gérants et des analystes buy-side, l'échantillonnage s'est essentiellement fondé sur la recherche de la plus grande diversité possible de styles présumés de gérance. Dans ce dessein, nous nous sommes aidé de l'annuaire de l'AGEFI dans un premier temps, et des indications fournies par nos différents interlocuteurs dans un second temps.

Nous avons essayé de :

- rencontrer des clients dont les sociétés de gestion étaient filiales des mêmes institutions financières que certains analystes rencontrés ;
- marier grands et petits bureaux, à visée nationale ou européenne et internationale ;
- rencontrer des clients appartenant à des bureaux diversement organisés, dépourvus d'analystes buy-side, intégrant des analystes buy-side distincts des gérants ou composés de gérants à « double compétence »⁶¹. Ce dernier critère avait pour vocation de cerner l'existence éventuelle de liens entre l'organisation des bureaux de gestion, les modes de gestion mis en œuvre et les attentes envers les analystes sell-side, et d'approfondir ainsi les propriétés et dimensions de certaines catégories.

Tableau 5 - Description de l'échantillon des gérants (G) et analystes buy-side rencontrés (BS)

Gérants (G)

Date	N°	N° société	Catégories	Age/ ancienneté	Formation
18/01/05	1G	O	Blue chip et hedge funds	45/20	Ecole de commerce
07/02/05	3BSG	L	Secto	30/5	
14/02/05	2G	P	Stock-picking	45/20	
21/07/06	4G	W	Stock-picking plutôt croissance	35-40/12	Sciences Po + master italien
24/07/06	5G	X	Secto et SP	55 /30	Sciences Po
08/09/06	6G	Y	Secto	45/15	
15/09/06	7G	F	Price value	60/30	
18/09/06	8G	R	IFRS secto	60/35	Sciences Po

Analystes financiers buy-side (BS)

Date	N°	N° société	Secteurs	Age/ ancienneté	Formation
24/01/05	1BS	Q	Oil et Utilities	50-55	Ingénieur
31/01/05	2BS	R	Télécoms, équip.	40/15	Econométrie + DEA Dauphine
07/02/05	3BS	L	Auto, équip.	30/5	Economie + DESS finance Dauphine
11/03/05	4BS	T	Stock-picking	30-35/ 5-10	Sciences de gestion puis 3 ^e cycle finance Dauphine
15/02/05	5BS	S	Stock-picking	30-35/ 5-10	Univ. éco-stat puis DESS finance et master école de commerce
24/07/06	6BS	Z	Services et Utilities	45/15	

⁶¹ Faisant office de gérants sur certains secteurs et d'analystes buy-side sur d'autres.

L'accès aux vendeurs a été un peu plus difficile. Contrairement à ce qui existe pour les analystes et les gérants, il n'y a pas de « guide » recensant les différents vendeurs de la place. La recherche a donc été effectuée à partir des noms progressivement fournis. De manière assez étonnante, nous avons été confronté à un fort phénomène de turn-over, qui s'est conjugué à une forte curiosité de la part des interlocuteurs. Nous n'avons finalement pas forcément rencontré les personnes contactées de manière scripturale, mais celles qui se sont trouvées être nos interlocuteurs téléphoniques, en raison du départ de nos interlocuteurs initiaux. L'échantillon de vendeurs rencontrés fait apparaître une relative diversité d'organisations d'appartenance. L'importance de ce critère a cependant été rapidement relativisée en raison de l'important taux de turn-over. Un vendeur disposant de quelques années d'ancienneté a en général connu un certain nombre de maisons différentes et peut donc apporter des éclairages en la matière.

Tableau 6 - Description de l'échantillon des vendeurs rencontrés

Date	N°	N° société	Formation	Age/ancienneté
15/09/06	V1	AA	Responsable du bureau	45/15
11/09/06	V2	AB	Formation scientifique puis master école de commerce	35/6
06/09/06	V3	AC	Formation scientifique puis master école de commerce	35/10

C'est finalement l'échantillonnage théorique des sociétés couvertes par les analystes qui aura été le plus délicat. Outre le critère de l'appartenance à différentes catégories d'indice (à l'époque, le CAC 40 et le SBF 120), nous avons recherché des sociétés ayant pu rencontrer des difficultés de « reconnaissance » par le marché ou des sociétés ayant connu des vies boursières mouvementées.

Les entretiens réalisés avec des gérants ou des analystes sell-side nous ont apporté des pistes pour la première catégorie. Pour la seconde, un premier repérage de sociétés présentant des recommandations différentes dans le temps a été effectué à partir du « consensus d'analystes » du journal *les Echos*. Notre préférence est allée naturellement vers les moyennes capitalisations. Nous pensions ainsi obtenir des entretiens moins formatés. Nous nous sommes cependant heurté à un phénomène de turn-over des « responsables investisseurs » des sociétés sélectionnées, conduisant parfois à une certaine réticence des nouveaux arrivés dans le poste, et obérant la possibilité d'une analyse longitudinale.

Tableau 7 - Description de l'échantillon des responsables investisseurs rencontrés

Date	N°	Age/ancienneté	Parcours	Remarques
08/02/05	1E	50/10		
08/02/05	2E	45		Directrice financière
19/12/06	3E	50/6 mois	École de commerce	6 mois dans la fonction, 25 ans dans la société, ex-directeur marketing
05/06/07	4E	40/3	DESS finance	Rencontre informelle

Des entretiens complémentaires ont été également réalisés à l’occasion de rencontres ou pour approfondir la question de l’historique et celle de la construction du consensus des analystes.

Tableau 8 - Autres personnes rencontrées

Date	Interlocuteur ou société d’appartenance	Remarques
15/01/05	Représentante d’actionnaires minoritaires	À l’issue d’une conférence de l’IMA présentée par Philippe Danjou
11/04/07	Fact-set JCF	Responsable commercial
28/04/07	JCF	Présent à partir de l’essor de JCF
27/09/07	Associés et Finance	Directeur adjoint

2.1.3. Les conditions sous-jacentes au déroulement des entretiens

Les entretiens semi-directifs présentent la particularité de devoir aborder un certain nombre de thèmes, décrits dans les différents guides utilisés, tout en laissant aux interlocuteurs une indispensable « liberté » dans la conduite de l’entretien et de leur expression. Leur retranscription fait l’objet d’un volume spécifique.

La recherche d’une maîtrise de l’entretien

Le recueil de données par entretien mérite qu’une attention particulière soit portée à deux difficultés principales : la maîtrise du déroulement de l’entretien et l’adéquation entre ce qui est rapporté et ce qui est effectivement réalisé.

La première difficulté se situe donc dans la recherche de l’établissement d’une bonne relation avec l’interviewé, en essayant d’approcher le style de la conversation, tout en évitant les réponses « de surface », « limitées ou triviales » (Kaufman, 2003, p. 48-50, Charmaz, 2000, p. 514). Pour développer ses propos, l’interlocuteur a besoin de repères. Il doit pouvoir situer la personne qui l’interroge, en début d’entretien, mais également lors de son déroulement. Un équilibre subtil est donc à trouver par le chercheur, « qui doit sortir de sa tour d’ivoire, sans toutefois interférer et oublier totalement ses opinions et catégories de pensées, afin de libérer l’expression de la pensée de celui qu’il interviewe (Kaufman, 2003, p. 52-53).

L’entretien doit rester maîtrisé et demeurer un véritable travail tendant à éclaircir les contradictions, à approfondir les bribes d’informations, à contrôler le rythme de l’entretien, à maintenir le cadre structuré.

Afin de faciliter l’expression du point de vue des interlocuteurs, les entretiens de la « première vague » auprès des analystes sell-side ont commencé, après une phase introductive, par deux questions générales et descriptives : « En quoi consiste votre métier ? », et « Pourriez-vous me décrire la manière dont vous procédez pour analyser et

donner un avis sur une société donnée ? » Les informations sont ainsi plus susceptibles d'être déterminées par les priorités de l'interviewé (Demers, 2003).

La conduite de l'entretien a dû s'adapter à des comportements très différents de la part des interlocuteurs.

La quasi-conversation, lorsque l'aisance était naturelle ou le discours riche et réfléchi, n'a donné lieu qu'à quelques interventions sous forme de demandes de précisions ou d'approfondissements. Ces situations ont été généralement rencontrées lorsque l'interlocuteur a ancré son discours dans la réalité, développant des exemples concrets, se remettant en situation au travers de la remémoration des dialogues tenus. Le discours émaillé de digressions a nécessité une attention très soutenue pour ramener périodiquement l'interlocuteur dans le droit-fil de l'entretien. Des tentatives constantes de mise en confiance n'ont pas toujours réussi à fluidifier des entretiens composés de réponses brèves et saccadées.

L'une des principales difficultés ressentie lors des premiers entretiens fut sans doute la capacité à savoir rebondir, à savoir « accompagner » l'interlocuteur dans ses détours de pensée, en pratiquant des demandes d'approfondissement aux moments opportuns.

« La compréhension de la logique de production de sens »

La seconde difficulté réside dans la différence qui peut exister entre la théorie véhiculée par le discours et celle mise en action. La manière dont l'individu rapporte son action diffère selon qu'il est en « régime d'accomplissement » ou en « régime de description ». « En régime d'accomplissement », l'individu met en œuvre un savoir pratique et s'engage dans un processus constitué d'anticipations et de rétropections. « En régime de description », l'individu se remémore et projette, met en jeu une certaine abstraction, rend compte de son action et a conscience des attentes à son égard (Ogien et *alii*, 2005, p. 36). Il engage alors un mécanisme de rationalisation, en fournissant des raisons sur son action, qui peut différer de celui mis en œuvre dans son action. Ce mécanisme s'apparente alors plutôt à un effort de réflexivité.

Rentrer dans une description fine des pratiques et croiser les points de vue peut permettre de mettre en lumière l'existence de « paradoxes » (Kaufmann, 2003, p. 73). La connaissance du terrain permet également de pallier partiellement cette difficulté ainsi que la connaissance acquise du fait de sa propre expérience professionnelle ou la lecture de la presse professionnelle.

Les conditions de production du discours doivent être en permanence analysées en cherchant à situer celui qui parle, en s'interrogeant sur ce qui l'amène à prononcer ainsi ses phrases, sur ce qu'il ne dit pas. Selon Kaufman, le problème de l'existence de biais, de déformation par rapport à une réalité extérieure ne se pose pas. Il s'agit plutôt de chercher à « comprendre la logique de production de sens » tout en essayant de cerner les jeux d'influence, « les fables », « le recours à des explications indirectes », « les digressions incompréhensibles », « les dénégations troubles », « les clartés trompeuses » (Kaufman, 2003, p 63-71 ; Bardin, 1977, p. 94 et p. 98).

Les extraits d'entretiens suivants, réalisés avec des analystes sell-side, mettent en évidence les mécanismes de défense qui ont pu être brandis, notamment sur les conflits d'intérêts, alors que la question n'avait pas été abordée, ainsi que certaines dénégations :

« Je ne suis pas d'abord au service de mon employeur, je suis d'abord au service de l'investisseur et de l'investisseur minoritaire. » (Il s'agit de la troisième phrase de l'interlocuteur, formulée en réponse à la question : « En quoi consiste votre métier ? »).

« Un point pour commencer, peut-être, sur l'évolution du modèle économique, modèle remis en question actuellement. Le modèle traditionnel voulait que la recherche soit donnée gratuitement à la clientèle moyennant un minimum de volume d'affaires sur l'intermédiation, et comme, en général, cela ne suffit pas, que l'intermédiation est quand même déficitaire, le modèle voulait que les sociétés de Bourse se rattrapent sur ce que l'on appelle le « corporate », donc les opérations de haut de bilan, les introductions en Bourse. » (Aucune question n'avait encore été posée).

« La muraille de chine, c'est une réalité. Nous, on a l'activité corporate au quatrième étage. » (L'interlocuteur est au deuxième étage du même bâtiment).

« Moi, je ne regarde pratiquement jamais le consensus, mais il y a des gens qui ont tout le temps le nez dessus. » (Nous verrons par la suite que le positionnement au consensus fait partie des premières questions posées par les vendeurs.)

« Il y a une triple transparence ou une triple opacité en fait. »

De manière plus générale, il a été très nettement ressenti une liberté de parole beaucoup plus grande de la part des analystes expérimentés que des analystes plus récemment entrés dans la profession. Cette remarque sera néanmoins nuancée par la suite, avec la question de l'enregistrement des entretiens.

Les guides d'entretien

Les entretiens réalisés s'apparentent à des entretiens semi-directifs. Ces entretiens ont été construits autour d'une question initiale relativement ouverte, complétée par des thèmes. Les thèmes déclinés n'ont évidemment pas été abordés de manière séquentielle. Ils ont été soit abordés par l'interlocuteur en réponse aux questions initiales et éventuellement repris pour être approfondis, soit ils ont été avancés au cours de l'entretien. Avec l'avancement des entretiens, les thèmes ont été plus directement abordés à l'aide de questions plus ciblées. La nature semi-directive des entretiens a cependant été maintenue, afin de conserver la fluidité que ce type d'entretien procure, et d'adapter la formulation de la question en fonction des modalités d'abord du sujet par l'interlocuteur.

Par ailleurs, le processus de validation, s'il a donné lieu à une étape spécifique, s'est également progressivement réalisé. Les guides d'entretien ont ainsi été ajustés, au fur et à mesure de la progression des entretiens, et selon les interlocuteurs, pour explorer plus explicitement les liens qui avaient pu émerger et pour confronter au terrain certaines interprétations théoriques.

Les guides d'entretien auprès des analystes financiers sell-side

Le premier guide d'entretien auprès des analystes sell-side avait essentiellement une vocation exploratoire. Il a été construit autour de questions générales relatives à « la formation du jugement et de l'avis porté ». À qui ce jugement est-il destiné ou, plus exactement, quelles sont les personnes intéressées par ce jugement, à propos de quoi s'opère-t-il, comment se forme-t-il, quels sont les étapes, les moyens requis, dans quelles conditions s'opère-t-il, comment se place-t-il par rapport aux autres activités de l'analyste... ? Afin d'obtenir des approches plus fines, les questions relatives aux difficultés rencontrées, aux différences de pratiques ont été soulevées.

**Figure 10 - Guide d'entretien avec les analystes sell-side
Première vague**

<p>Prise de connaissance de l'interlocuteur :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Organisation de la maison ; - Valeurs couvertes. <p>Questions initiales :</p> <ul style="list-style-type: none"> - En quoi consiste, selon vous, le métier d'analyste financier ? - Pourriez-vous me décrire la manière dont vous procédez pour analyser et donner un avis sur une société donnée ? <p>Thèmes abordés :</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'objet de l'analyse ; - Le processus d'analyse ; - Les modalités de restitution ; - L'articulation entre l'analyse, le prix cible, la recommandation ; - Les relations avec les autres acteurs ainsi que leurs demandes formulées à l'égard de l'analyste - Les difficultés rencontrées ; - Les similitudes et différences des pratiques entre analystes ; - La reconnaissance par la communauté ; - Le rôle de l'analyste sell-side ; - L'évolution des pratiques sur le passé professionnel et les évolutions pressenties pour l'avenir (notamment la question du passage aux normes comptables internationales et du développement durable). <p>Parcours initial et professionnel de l'interlocuteur</p> <p>Conclusion : Points pertinents qui n'auraient pas été abordés. Représentations éventuelles de certains points. Contacts ultérieurs.</p>
--

Initialement posée en début d'entretien, la question relative au parcours de l'interlocuteur a, par la suite, glissé en fin d'entretien. Le souci a été, en effet, d'éviter les digressions, situation rencontrée lors de notre premier entretien, ou les mouvements de « retrait » de l'interlocuteur, éventuellement heurté par un début d'entretien trop directement en prise avec le champ personnel. La question sur la définition du métier d'analyste a alors servi de préambule. Les autres thèmes ont été par ailleurs adaptés selon les interlocuteurs, leur nombre d'années d'expérience, la maison d'appartenance (couverture européenne ou mondiale...). Le second guide d'entretien reprend certains thèmes abordés en phase exploratoire à propos de la formation générale du jugement,

en les approfondissant. Il intègre par ailleurs trois grandes familles de thèmes en liaison avec la définition en cours des catégories ayant émergé des premiers entretiens :

- la question de l'inscription sociale au travers des relations entre acteurs et celle des attentes ;
- l'articulation entre l'approche fondamentale et les mécanismes de formation des prix ;
- les informations particulières (qualitatives, « extra-financières »).

**Figure 11 - Guide d'entretien avec les analystes sell-side
Deuxième vague**

<p>Prise de connaissance de l'interlocuteur :</p> <ul style="list-style-type: none">- Organisation de votre maison ;- Catégories de clients, catégories de valeurs couvertes. <p>Thèmes abordés par grandes catégories :</p> <p>La formation du jugement sur une société donnée :</p> <ul style="list-style-type: none">- Le déroulement du processus ;- Les particularités de l'analyse liées au type de sociétés couvertes (grandes ou moyennes capitalisations) ;- Les phases les plus difficiles ou les plus délicates (la recommandation, la question du prix cible...). <p>L'inscription sociale :</p> <ul style="list-style-type: none">- L'approfondissement des relations avec les autres acteurs (vendeurs, analystes buy-side, gérants, directions d'entreprises) (modalités, circonstances, apports respectifs, difficultés) ;- L'approfondissement des attentes à l'égard des analystes sell-side selon les types de gestion (modalités de repérage, réponses apportées...) ;- Le fait de « se tromper » : signification, critères, conséquences (dans quels cas), récits de « cas » difficiles. <p>L'articulation entre l'approche fondamentale et les mécanismes de formation des prix :</p> <ul style="list-style-type: none">- Les trois composantes : « le fondamental, le boursier, le commercial » : définition, interprétation, modalités de conciliation ;- La question de la connaissance et de l'utilisation du consensus ;- Les définitions et les modalités d'appréhension du « marché » ;- Le positionnement respectif des différents acteurs (analystes sell-side, analystes buy-side, gérants). <p>Les thèmes liés à des informations particulières :</p> <ul style="list-style-type: none">- Les normes comptables internationales et le changement de référentiel ;- Les informations « extra-financières » et l'investissement socialement responsable ;- L'évaluation de la « qualité » des dirigeants ; <p>Parcours initial et professionnel de l'interlocuteur</p> <p>Conclusion : Points pertinents qui n'auraient pas été abordés. Représentations éventuelles de certains points. Contacts ultérieurs.</p>
--

Le guide d'entretien auprès des analystes buy-side

Les entretiens auprès des analystes buy-side avaient un double objectif :

- disposer d'éléments sur la formation de leur jugement, qui puissent être utilisés à titre comparatif avec ceux des analystes sell-side ;
- cerner les relations établies entre ces deux catégories d'analystes, les attentes des analystes buy-side à l'égard des analystes sell-side, leur positionnement relatif...

Figure 12 - Guide d'entretien avec les analystes buy-side

<p>Prise de connaissance de l'interlocuteur</p> <ul style="list-style-type: none">- Organisation de la société de gérance ;- Style de gérance ; <p>Question initiale :</p> <ul style="list-style-type: none">- Comment procédez-vous pour vous faire une opinion sur une société et comment s'inscrivent, dans ce cadre, les relations avec les analystes sell-side ? <p>Thèmes abordés :</p> <p>La formation du jugement sur une société donnée :</p> <ul style="list-style-type: none">- Le choix de l'objet d'analyse ;- Le processus d'analyse ;- Les difficultés rencontrées ;- Les modalités de restitution ;- L'évolution dans le temps des pratiques ;- Les différences ressenties entre le travail du buy-side et celui du sell-side. <p>Le processus relationnel :</p> <ul style="list-style-type: none">- Les modalités et critères de choix des interlocuteurs ;- Les différents vecteurs de la relation ;- Le contenu des relations, leur fréquence ;- Attentes et évaluation de l'apport des analystes sell-side ;- Evolution de la relation dans le temps. <p>Parcours initial et professionnel de l'interlocuteur</p> <p>Conclusion : Points jugés pertinents qui n'auraient pas été abordés ou à préciser. Contacts ultérieurs.</p>

Le guide d'entretien auprès des gérants

Le guide d'entretien auprès des gérants est sensiblement similaire à la seconde partie de celui des analystes buy-side. Il est donc ciblé sur les attentes des gérants et leurs relations avec les analystes sell-side.

Figure 13 - Guide d'entretien avec les gérants

<p>Prise de connaissance de l'interlocuteur</p> <ul style="list-style-type: none">- Organisation de votre maison ;- Style de gérance et critères de sélection des valeurs ;- Articulation entre le travail du gérant et celui du buy-side. <p>Question initiale :</p> <p>Quelle place faites-vous à l'analyste sell-side dans votre processus de choix d'investissement et quelles sont vos attentes à son égard ?</p> <p>Thèmes abordés :</p> <p>Le processus relationnel :</p> <ul style="list-style-type: none">- Les modalités et critères de choix des interlocuteurs ;- Les différents vecteurs de la relation ;- Le contenu de la relation ;- L'articulation de la relation avec l'analyste sell-side et avec le vendeur ;- L'articulation de la relation avec les analystes buy-side et sell-side ;- Les attentes et évaluation de l'apport des analystes sell-side ;- Les paradoxes provenant de différentes attentes ;- Evolution de la relation dans le temps ;- Evolution des pratiques de gérance dans le temps et articulation avec les attentes adressées aux analystes. <p>Parcours initial et professionnel de l'interlocuteur</p> <p>Conclusion : Points pertinents qui n'auraient pas été abordés. Contacts ultérieurs.</p>
--

Le guide d'entretien auprès des vendeurs

La nécessité d'entretiens avec les vendeurs ne nous est apparue qu'au fur et à mesure de l'étude des entretiens réalisés avec les analystes et les gérants. Ces entretiens ont été axés sur deux orientations :

- le vendeur en tant qu'expression des attentes à l'égard de l'analyste formulées par son organisation d'appartenance ;
- le vendeur en tant qu'intermédiaire entre l'analyste sell-side et « le marché ».

Figure 14- Guide d'entretien avec les vendeurs

<p>Prise de connaissance de l'interlocuteur</p> <ul style="list-style-type: none">- Organisation de la maison ;- Catégories de clients : mode de gérance. <p>Question initiale : Pouvez-vous me décrire les relations que vous avez avec les analystes sell-side et ce que vous attendez d'eux ?</p> <p>Thèmes abordés :</p> <ul style="list-style-type: none">- Le rôle d'un vendeur, les attentes des clients ;- Les attentes vis-à-vis des analystes sell-side ;- L'évaluation des analystes sell-side ;- La construction de la relation avec les analystes, les difficultés rencontrées... <p>Parcours initial et professionnel de l'interlocuteur</p> <p>Conclusion : Points pertinents qui n'auraient pas été abordés. Contacts ultérieurs.</p>

Le guide d'entretien auprès des « responsables investisseurs »

La rencontre de responsables investisseurs avait également un double objectif : l'étude de la relation analyste sell-side et responsables investisseurs et le repérage d'un terrain d'étude permettant d'analyser de manière longitudinale les écrits des analystes.

Figure 15 - Guide d'entretien avec les responsables investisseurs

<p>Prise de connaissance de l'interlocuteur</p> <ul style="list-style-type: none">- Le rôle du « responsable investisseurs » ;- Le positionnement boursier de la société et son évolution dans le temps. <p>Question initiale : Pouvez-vous me décrire en quoi consistent vos relations avec les analystes financiers et comment elles se déroulent ?</p> <p>Thèmes abordés :</p> <ul style="list-style-type: none">- La place des analystes au sein du processus de communication financière ;- Le processus relationnel avec les analystes (fréquences, les occasions, les modalités...) ;- L'analyse du jugement porté par les analystes (modalités, réactions...) ;- Les attentes vis-à-vis des analystes ;- Les éventuelles difficultés rencontrées ;- Les éventuelles différences de pratiques entre analystes ;- L'évaluation des analystes financiers. <p>Conclusion :</p> <ul style="list-style-type: none">- Points pertinents qui n'auraient pas été abordés ;- Points que vous souhaiteriez préciser ;- Possibilité éventuelle d'analyse longitudinale.

Quelques remarques sur le déroulement des entretiens

Les entretiens se sont déroulés dans un cadre formel et ont été pratiquement tous enregistrés. Important au regard de la qualité et de la finesse de la restitution et donc de la preuve, l'enregistrement soulève néanmoins des interrogations sur d'éventuels risques d'inhibition chez les interlocuteurs. Ce risque est d'autant plus présent que, dans ce milieu professionnel, cette pratique est relativement connotée. Les échanges entre vendeurs et gérants sont, en effet, soumis à cette obligation.

À cet égard, il n'a été formulé que de très rares réticences en début d'entretiens. Un interlocuteur a en effet ouvertement exprimé le fait que l'enregistrement induirait inmanquablement une retenue, voire une autocensure dans l'expression de ses idées. Un petit nombre d'interlocuteurs ont parfois traduit dans leur comportement une certaine gêne. La gêne a généralement disparu au fur et à mesure que l'entretien s'ancrait dans les pratiques.

L'arrêt de l'enregistrement a parfois provoqué une relance de la discussion. La retranscription des entretiens intègre ces discours « off », formulés également dans les couloirs, lors de l'attente de l'ascenseur, devant la machine à café. À la fin de chaque entretien, un temps était consacré à l'écriture immédiate de ces paroles ainsi qu'aux impressions ressenties.

Quelques entretiens se sont déroulés dans un cadre plus informel, par exemple dans un bar ou au cours d'un déjeuner. La seule possibilité de prise de notes, voire sa complète impossibilité, a conduit à des retranscriptions réalisées immédiatement après les entretiens afin d'en assurer la fidélité. L'absence de prise de notes in situ a eu pour corollaire une plus grande spontanéité dans les échanges. La retranscription a été d'autant plus facilitée qu'il s'agissait d'entretiens non exploratoires, dont les thèmes étaient beaucoup plus sérieux et pour lesquels nous disposions déjà d'un certain ancrage. Lors des premiers entretiens, il aurait été plus difficile, à notre sens, de pallier les difficultés d'une telle mise en situation.

2.1.4. Les entretiens de validation

La validation du construit théorique auprès des acteurs s'est réalisée de deux manières. Au fur et à mesure des entretiens réalisés, la progression de la pensée a fait l'objet d'abord particuliers et progressivement plus approfondis. La question du « positionnement vis-à-vis du marché » a notamment donné lieu, dans les derniers entretiens à des questions beaucoup plus directes et précises.

Par ailleurs, la validation du schéma d'ensemble a fait l'objet d'entretiens spécifiques. L'échantillon d'interlocuteurs a été composé d'interlocuteurs des premières vagues d'entretiens, en essayant de retenir des représentants de chaque catégorie, analystes sell-side couvrant ou ayant couvert des grandes capitalisations, analystes sell-side couvrant des moyennes capitalisations et gérants-analystes. Il a été également recherché des interlocuteurs nouveaux, disposant d'un certain recul sur le métier.

Tableau 9 -Entretiens de validation

Date	Interlocuteurs	N°	N° société	Date du premier entretien
20/09/07	Analyste sell-side sectoriel Oil	AS2	B	17/09/04
24/09/07	Ancien analyste financier sectoriel devenu gérant			Nouvel interlocuteur
25/09/07	Ancien analyste sectoriel Gérant stock-picker et hedge funds	1G 22S	O	18/01/05
27/09/07	Analyste sell-side mid caps, informatique et électronique	9AS	I	15/10/04
28/09/07	Gérant stock-picker	2G	P	14/02/05

Les résultats de la recherche présentés lors de ces entretiens ont tous donné lieu à approbation. Plus exactement, aucune remise en cause n'a été directement formulée dans le sens où les interlocuteurs se sont spontanément exprimés sur les éléments qu'ils approuvaient plus particulièrement. Les questions du positionnement de l'analyste face au marché et de l'importance des relations avec les clients dans la formation du jugement ont été particulièrement soulignées. Une gérante souligne ainsi : « *Oui, je suis tout à fait d'accord avec cette synthèse. C'est vrai que la question de la manière dont le marché va réagir, c'est exactement cela. (...) Vous avez raison aussi sur la question de l'imbrication. C'est en particulier beaucoup plus vrai maintenant qu'avant. Et je pense que cela a un impact sur la volatilité. C'est beaucoup plus interactif et, du coup, les décisions sont beaucoup plus radicales. Quant à prendre le consensus à contre-pied, c'est très rare. Car si on prend le contre-pied, c'est tout le marché que l'on prend à contre-pied et donc cela remet en cause toutes les opérations qui ont été passées.* »

Un ancien analyste sectoriel reprend : « *Le marché, oui, c'est les autres. L'analyste est obligé d'être dans le flot. Bon, pas forcément d'avoir une vision profonde, mais il doit valider ce qu'il a trouvé, si cela apporte quelque chose à quelqu'un, ou rien. Non, il ne peut pas réfléchir six mois de manière abstraite (...). Les idées viennent aussi des clients. Il (l'analyste) est le nœud qui charrie les informations. Sinon, il risque de se retrouver désintermédié par les investisseurs.* »

L'analyste sell-side mid caps confirme : « *les remontées des clients, c'est très très important. Et ici, c'est ce qui nous manque. La relation reste le vendeur, et on ne s'en sort pas. Les clients, beaucoup sont très expérimentés, plus que les analystes sell-side, et c'est important d'avoir leur point de vue sur les thèmes du marché. Si on fait une preview et que les gros clients vous disent : "c'est déjà intégré", ça permet d'éviter, quand les résultats arrivent, de se planter. (Commentant la question de la construction de la réflexion avec les clients) Oui, c'est ce que je vous disais. Il y a des clients qui ont une vision beaucoup plus long terme et même il y a des clients qui m'ont appelé pour me dire "il faut que vous vous repenchiez sur telle ou telle valeur".* »

La question de la recommandation donne également lieu à des commentaires spontanés reflétant les interrogations soulevées sur le rôle des analystes en la matière, sur leur contenu, sur la distinction entre une « fair value » et un « price target ». Un gérant confirme : « *Nous, c'est clair, la recommandation ne nous intéresse qu'à moitié.* » Une gérante

précise : « Nous, on les écoute pour comprendre le marché mais pas pour prendre une décision. Pour savoir, par exemple, pourquoi le cours baisse. » Un analyste conclut : « On peut avoir une valorisation financière, une fair value, et l'objectif du cours qui prend en compte des éléments de marché. La valeur peut être à 20 et l'objectif de cours à 15, et on reste à conserver car le news flow est mauvais ou le management est mauvais .»

L'importance de la classification est également reprise par un analyste : « C'est vrai que selon le type qui va suivre la valeur... Sur les logiciels, si c'est un type « techno », sa modélisation sera plus agressive que s'il est « biens de consommation ». J'ai le cas de N., un fabricant de câbles qui a connu une forte croissance. C'était classé en « biens d'équipements », où on raisonne plutôt « est-ce qu'il y a un point de croissance ou non », et où on ne peut imaginer que le titre puisse être multiplié par deux en deux ans. »

Ces entretiens se sont généralement terminés en donnant la parole aux interlocuteurs pour le cas où ils auraient des questions à formuler. « Les analystes que vous avez rencontrés, me demanda une gérante, est-ce qu'ils ont du recul par rapport au système ? »

2.2. Le processus de codage

Le processus de codage développé dans cette partie se réfère à l'approche de Strauss et Corbin (1994), ainsi qu'aux développements en la matière de Paillé et Mucchielli (2003).

Malgré l'obligation de rigueur dont doit faire preuve le chercheur, ces auteurs soulignent le caractère idiosyncrasique de ce processus. Comme le soulignent Paillé et Mucchielli (2003), le travail d'analyse ne doit pas être conçu comme « un exercice d'étiquetage relativement reproductible » en ce sens où il articule trois univers différents : « l'analyste en action », « des référents théoriques et existentiels » et « un matériau empirique », univers qui ne peuvent être identiques d'un chercheur à l'autre (p. 173).

2.2.1. L'unité d'analyse

La notion « d'incident », utilisée par Glaser et Strauss (1967) pour désigner les unités d'information destinées à être codées, ne fait pas l'objet d'une définition très précise. L'analyse « microscopique » des données, réalisée ligne par ligne conduit à un travail sur les mots. Ce travail, considéré important en début de recherche pour la génération de catégories, est réalisé, par la suite, de manière moins systématique. À partir du moment où le chercheur dispose déjà de nombreuses catégories et ne désire coder qu'en relation avec ces dernières, le texte est plutôt « scanné », et travaillé paragraphe par paragraphe, voire à partir de la totalité du document. L'analyse ligne à ligne ne s'opère plus que sur des segments choisis (Corbin et Strauss, 1998).

La réflexion sur la question des unités d'analyse ne se pose cependant pas tant en « unité de texte » qu'en « unité de sens ». Selon l'interlocuteur, une même idée peut être en effet énoncée de manière relativement lapidaire ou abondamment développée et illustrée. L'expression de la pensée ne se calque pas non plus forcément sur la syntaxe employée. Une idée peut émerger dans une phrase, être interrompue par une digression, et resurgir

à la phrase suivante. Enfin et surtout, il peut être difficile de donner un sens à une ligne isolée du reste des développements afférents (Allard-Poesi, 2003).

Dans une recherche de sens, opérer un découpage trop fin soulève également le risque de se retrouver submergé par le nombre « d’incidents », et ce, particulièrement en phase exploratoire lorsqu’il s’agit de faire émerger les catégories. À la suite du processus d’essais-erreurs mis en œuvre, il est apparu qu’une analyse par paragraphe permettait d’initier la démarche comparative et que l’approfondissement de cette démarche conduisait alors à une analyse plus fine faisant apparaître les diverses « propriétés » et « dimensions » des catégories émergentes (cf. annexe n°3).

2.2.2. Les différentes étapes de codage

Dans un premier temps, les principes de la démarche de codage proposée par Strauss et Corbin (1994) seront exposés. L’émergence de « la catégorie sélective » afférente au « rapport des analystes au consensus » sera présentée à titre d’exemple de cheminement. Le dictionnaire des codes et leurs définitions sont présentés en annexe n°4 et annexe n°5.

Les principes

La mise en œuvre de la méthode de la « théorie enracinée » conduit à une approche inductive du codage. Les catégories « émergent » progressivement du processus sans avoir donné lieu à un « repérage » a priori. Cette montée en conceptualisation est ci-dessous décomposée de manière séquentielle. Le codage ouvert et le codage axial sont en fait partiellement réalisés de concert.

Le codage « ouvert » : détermination des « incidents » ou « catégories in vivo »

Le codage « ouvert » permet donc de générer des « catégories », de déterminer leurs caractéristiques (ou « propriétés ») ainsi que leur degré de variation (ou « dimensions »).

Tableau 10 – Propriétés et dimensions

Catégorie	Prééminence de la gestion benchmarkée	
Propriétés	Forte à remise en cause partielle	
Dimensions (dans ce cas temporelles)	Fin des années quatre-vingt-dix	Début des années deux mille

Au début du processus de codage, le texte est ainsi « ouvert ». Les données sont fragmentées en divers « incidents », qui représentent le premier « niveau » de codage, afin d’exposer les idées que le texte contient et d’appréhender les phénomènes sous-jacents. Il s’agit de rechercher les « modèles » des événements, des actions/interactions qui représentent ce que les personnes font ou disent, en réponse aux problèmes ou aux situations auxquels ils sont confrontés.

Les « incidents » sont comparés. Ceux qui présentent des « propriétés » ou caractéristiques similaires sont regroupés. Les noms retenus peuvent être, dans un

premier temps, des termes utilisés par les interviewés (vivo code), ils peuvent également, avec beaucoup de précaution, être issus de la littérature. La comparaison des incidents se poursuit en fonction des « propriétés » (caractéristiques) et des « dimensions » (degré de variation) des catégories ayant émergé (Strauss et Corbin 1998).

Le codage « axial » : détermination des « catégories axiales »

Fragmentées lors du codage ouvert, les catégories seront rassemblées lors du codage axial. Réalisé autour de « l'axe » de la catégorie, le codage axial vise à distinguer et/ou subdiviser les catégories en sous-catégories, à les relier entre elles grâce notamment à des questions portant sur le moment, le lieu, la manière, les raisons, les conséquences (quand, comment, pourquoi, où, avec quelles conséquences, quels résultats ?) (Strauss et Corbin, 1998, p. 125). S'opère alors une contextualisation du phénomène étudié et commence à s'élaborer une compréhension plus complète et précise de ce dernier.

En effet, parmi les catégories codées lors du codage ouvert, certaines constituent le phénomène, d'autres se réfèrent aux conditions (les situations, les circonstances), aux actions/interactions entre les personnes (comment, par qui ?), aux conséquences (qu'est-ce qui s'est produit ou ne s'est pas produit ?). Certaines catégories, développées lors du codage ouvert, vont par la suite devenir une propriété, une dimension, une sous-catégorie d'une autre catégorie.

Il s'agit ainsi de mettre en évidence la « structure » ou les conditions d'apparition du phénomène (pourquoi ?), le « processus » ou les actions/interactions entre les personnes et leurs conséquences (comment et avec quels résultats ?), leurs évolutions au cours du temps, puis de relier structure et processus.

Si l'appréhension des interactions s'effectue, dans un premier temps, au niveau « micro », Strauss et Corbin (1998, p. 181-199) préconisent de rechercher progressivement des éclairages à un niveau plus « macro », en essayant de retracer une chaîne alternant conditions et conséquences, afin de cerner plus précisément la structure du phénomène étudié. Les relations établies entre les analystes financiers sell-side et leurs clients sont ainsi décrites, dans un premier temps, par les analystes, d'un point de vue d'interactions locales. Les mises en perspective historique les font cependant progressivement apparaître comme des construits institutionnalisés.

Le codage « sélectif » : détermination des « catégories sélectives »

Lors du codage axial, les catégories sont développées et reliées à des sous-catégories. Le codage sélectif doit permettre, au travers « d'hypothèses⁶² », d'organiser les catégories autour d'un schéma explicatif central.

L'analyste opère alors une réduction. Le nombre de catégories utilisées par le codage diminue. Les catégories « seaturent » au sens où les nouveaux entretiens n'amènent pas de nouvelles caractéristiques. Un ensemble de quelques catégories principales se détachent et permettent de formuler une théorie à un plus haut niveau conceptuel. Le schéma doit ensuite être validé auprès d'interviewés et, sans forcément s'appliquer à

⁶² Relations proposées entre catégories conceptuelles.

tous les cas, se révéler largement explicatif. Son degré de généralisation peut être encore élevé par une recherche d'applications dans des domaines plus larges.

Une illustration du cheminement du raisonnement via l'émergence de la « catégorie sélective » : « Le consensus : un artefact cognitif, de dimension institutionnelle »

La question du recours au consensus a progressivement émergé de la première vague d'entretiens avec les analystes sell-side. Lors de ces entretiens, les analystes ont, d'eux-mêmes, abordé ce sujet ou y ont fait une allusion qui a conduit à une demande d'approfondissement.

Lors du codage ouvert, le recours au consensus est apparu de manière éclatée dans différents « thèmes » : « informations », « recommandations », « relations avec les autres analystes ».

Tableau 11 - Thèmes afférents à la notion de « consensus »

Thèmes	Thèmes secondaires	Incidents (Propriétés)	Incidents secondaires
Informations	Origine	Cercle de diffusion	Publique (dt consensus)/privée
		Acteurs	Directions/presse/ Autres analystes (dt consensus)
		Mode de diffusion	Oral/écrit (dt consensus)
	Nature		Qualitative/quantitative
			Economique/financière/ Relative au marché (dt consensus)
Recommandations	Formulation	Tranchée	Grilles : Achat/vente
	Construction		En absolu / en relatif
	Comparaison		Au cours boursier/ aux autres acteurs (dt consensus)
Relations avec les autres analystes	Connaissance du marché	Accès	Le consensus

La question du recours au consensus est apparue également lors des entretiens avec les gérants comme un outil de connaissance de leurs interlocuteurs.

Le recours au consensus a donc commencé à prendre une importance dans l'analyse, en liaison notamment avec l'émergence de la problématique du positionnement de l'analyste entre l'évaluation de la société et la manière dont son cours peut être déterminé.

Dans la seconde vague d'entretiens avec les analystes sell-side, la question du recours au consensus a été directement inscrite en tant que thème à aborder lors des entretiens. Il est d'ailleurs intéressant de souligner que la formulation de la question n'a pas été anodine et que les réactions des interlocuteurs ont pu être différentes selon qu'il leur était demandé « s'ils connaissaient le consensus » ou « s'ils l'utilisaient ».

Tableau 12 - Catégories afférentes au « consensus »

Codage sélectif	Consensus : artefact cognitif		
Codage axial	Codage in vivo par niveaux	Phénomène	
Outil d'information, d'interprétation, d'anticipation	Recours variable/capitalisation		Dimension
	Faible ancienneté		Pourquoi ?
	Nouvelle couverture		Pourquoi ?
	Manque de temps		Pourquoi ?
	Sociétés non couvertes		Pourquoi ?
	Manque de moyens financiers		Pourquoi ?
	Informations intégrées par les autres analystes		Quoi ?
	Attentes des autres analystes		Quoi ?
	À tout moment		Quand ?
	Au moment des publications		Quand ?
	Décryptage		Comment ?
		Poids hétérogènes des analystes	Pourquoi ?
Référence obligatoire	Attentes autres acteurs		Pourquoi ?/interactions
		Demande systématique vendeurs	Pourquoi ?
		Utilisation par les gérants	Pourquoi ?
	Obligation de connaissance		Quoi ?
		Connaître sa position au consensus	Pourquoi ?
		Identifier les raisons des écarts au consensus	Pourquoi ?
		Décrypter les attentes des autres analystes	Pourquoi ?
Norme	Gestion de l'écart au consensus		Comment ?
		Appréciation statique	Comment ?
		Appréciation dynamique	Comment ?
	Obligation de positionnement		Conséquences
		Savoir s'ajuster	Quoi ?
		Savoir s'affranchir	Quoi ?
		Devoir se justifier	Quoi ?
		Savoir devancer	Quoi ?
	Possibilités d'action		Comment ?
		Market moover	Conditions
	Grandes maisons	Conditions	
Jeux d'acteurs	Pilotage du consensus		Conséquences/interactions
	Utilisation passive		Comment ?
	Utilisation active		Comment ?
		Officielle/officieuse	Propriétés
		Guidage	Comment ?
		Arrivée publications	Quand ?
	Réflexivité		Conséquences
		Autoréférence du consensus	Pourquoi ?
		Décryptage	Pourquoi ?
		Jeux d'acteurs	Pourquoi ?
		Officiel / officieux	Pourquoi ?
		Information différentes	Pourquoi ?
		Informations hors consensus	Pourquoi ?

Lors du codage « axial », cette catégorie a été explicitement retenue, en rattachant autour d'elle les différents « incidents » précédemment mis en évidence. « Le rapport des analystes au consensus » est ainsi apparu comme un phénomène à identifier en tant que tel. Son étude a conduit à s'interroger sur :

- sa « structure » et ses conditions d'apparition, les raisons motivant le fait d'aller regarder le consensus ;
- son « processus » c'est-à-dire la manière dont il est analysé, les interactions avec les autres acteurs, (vendeurs, clients ou directions), les conséquences sur le travail de l'analyste.

L'articulation entre la structure du phénomène et son processus fait apparaître le fait que le consensus, résultant d'un processus d'agrégation d'informations issues du travail des analystes, crée une réalité ou une représentation en soi, construite autour d'un nombre restreints d'indicateurs, qui agit, en retour, sur le travail de ses derniers. Cette action s'opère à différents niveaux, comme source d'informations, point de référence ou comme norme. Le consensus crée ainsi une représentation qui agit sur le mode de traitement de l'information et apparaît donc comme un « artefact cognitif⁶³ ».

L'analyste ne peut s'exonérer d'une intégration de cette représentation dans sa propre réflexion, tout à la fois les ressources et contraintes, dans le sens où son « positionnement aux autres analystes » est également explicitement demandé par les autres acteurs. Cet artefact véhicule donc des modes de raisonnements qui s'imposent à l'analyste en tant « qu'institutions cognitives » (cf. ci-après).

La poursuite du travail de codage conduit à asseoir cette dernière proposition par l'étude des interactions avec les directions d'entreprises et de leur utilisation du consensus en termes de « pilotage ». Le poids de cette représentation qui imprègne les pratiques des analystes est néanmoins quelque peu contrebalancé par la mise en œuvre d'une certaine réflexivité, concrétisée par une analyse au « second degré » de cette représentation.

2.2.3. Les outils d'aide à la codification

Les outils présentés ne se situent pas, à notre sens, sur le même plan. La rédaction de mémos, vivement recommandée par Strauss et Glaser (1967), représente véritablement un outil d'aide à la construction de la réflexion. Le recours au logiciel nous a plutôt servi à généraliser rapidement, sur l'ensemble des entretiens, le noyau dur des catégories codées manuellement.

La rédaction de « mémos » et la réalisation de diagrammes

Le cheminement progressif de la pensée s'est appuyé sur la rédaction de mémos, consignés de manière non structurée dans un journal de recherche. Précieux dans l'« accouchement » et l'approfondissement de certaines idées, dans la recherche

⁶³ Norman (1993)

d'articulations, ils servent par la suite de supports pour la reconstitution du détail de la recherche, les fondements de l'échantillonnage théorique, l'émergence des catégories. Paillé et Mucchielli (2003) insistent particulièrement sur le fait que l'écriture n'est pas uniquement un outil de communication, mais contribue également fortement à la « création de sens » (p. 31 et 104).

La réalisation de diagrammes, souvent produits à l'occasion de présentations, permet d'organiser la pensée et de faire émerger les enchaînements.

Le traitement informatisé des données

Le recours à des traitements informatisés est très diversement recommandé. En aucun cas ces traitements ne peuvent remplacer l'analyse du chercheur, qui ne peut faire l'économie d'une étude approfondie de la méthodologie qu'il mobilise. Ils représentent cependant une aide non négligeable dans le maniement des données, à partir d'un certain nombre d'entretiens, en particulier lorsque ceux-ci sont de nature semi-directive (voire libre) (Paillé et Mucchielli, 2003, p. 126 ; Strauss et Corbin, 1998, p. 276 ; Savoie-Zajc, 2000).

Deux générations de logiciels dédiés à l'analyse de données qualitatives peuvent être distinguées. Les logiciels de première génération dite de « codage et extraction » permettent de coder un segment de texte à analyser. Les logiciels de seconde génération (Atlasti, Nud Ist, Nvivo) vont plus loin dans l'organisation et le traitement des données qualitatives et sont, en premier lieu, destinés à la construction théorique, leurs auteurs faisant explicitement référence aux démarches de type Grounded Theory⁶⁴.

Ces logiciels ne peuvent se substituer à la réflexion et à l'expérience du chercheur, mais leur utilisation soulage des lourdeurs propres à l'analyse des données recueillies. L'utilisation du logiciel ne réduit pas l'implication du chercheur mais l'optimise. Elle permet de cheminer de manière fluide et rapide parmi les segments de textes sélectionnés, facilite la comparaison systématique ainsi que la contextualisation des unités découpées, en les rattachant aisément à leur texte d'origine.

Après avoir procédé à une étude comparative sur l'utilisation de ces logiciels dans les recherches qualitatives, Nvivo et N6 ont été retenus dans une première sélection. Ces logiciels font partie des logiciels développés par QSR (Qualitative Solutions Research) sous l'appellation Nud Ist (Non Numerical Unstructured Data). Le choix s'est porté ensuite sur Nvivo apparaissant moins hiérarchisé et plus souple d'utilisation. D'une structure plus hiérarchique, N6 est présenté comme plus adapté dans le cadre d'entretiens très nombreux.

Les codages ont été réalisés manuellement, et ont été centrés, dans un premier temps, sur un nombre circonscrit d'entretiens. Lorsque les « catégories axiales » sont apparues en voie de stabilisation, le traitement informatique a permis d'en affiner l'analyse. Le

⁶⁴ Même si Strauss et Glaser ont toujours refusé d'associer la théorie enracinée à Nvivo, ils en ont reconnu l'intérêt.

recours à l'utilisation de logiciels n'a finalement été réalisé qu'une fois intégrée la dimension théorique, afin de systématiser la démarche.

Plusieurs raisons expliquent ce choix. Le très faible degré de détermination des catégories au démarrage de l'analyse accentuait son caractère itératif. L'appropriation simultanée de la méthode et de l'utilisation d'un logiciel nous est apparue difficile et présentait, à notre sens, le risque d'une utilisation quelque peu mécanique des traitements informatisés. Par ailleurs, la présentation arborescente des différents types de catégories ne permettait pas de mettre en évidence la différence de leur nature, caractéristiques, degré de variation...

Les développements précédents présentent, d'un point de vue relativement statique, les différentes étapes du processus de codage dont le cœur réside dans le processus dynamique de montée en conceptualisation. Celui-ci s'opère par la mobilisation progressive des différents concepts et par l'étude de leur adéquation aux données du terrain.

3. Les fondements théoriques de l'interprétation et leurs modalités d'émergence

La mobilisation de théories apporte des pistes de codage permettant d'aboutir progressivement à une « grille » d'ensemble d'analyse des entretiens. Cette mobilisation permet notamment de réaliser une sélection construite des thèmes mis en évidence lors des premiers codages et de réaliser des articulations conceptuelles entre les différentes catégories.

Dans un premier temps, nous essayerons de retracer le cheminement opéré lors des processus d'induction, aboutissant à la mobilisation des théories sociologiques néo-institutionnalistes ainsi qu'en sociologie économique. Dans un second temps, ces théories seront exposées. Leurs apports à la compréhension de la formation du jugement des analystes financiers, permettant l'enclenchement des processus de déduction, seront présentés dans un troisième temps.

3.1. L'émergence des fondements théoriques lors du processus de codage

Le traçage du cheminement opéré se heurte à deux écueils : celui d'une vision très (trop) claire et linéaire, ne correspondant qu'à une rationalisation a posteriori, ou celui d'une vision obscure, alliant des méandres de la pensée, conscients et tortueux, ou totalement inconscients. Ce traçage tente cependant de répondre au devoir « rendre compte », en soulignant notamment les difficultés rencontrées quant à l'application de la méthode de recherche mobilisée.

3.1.1. Les difficultés rencontrées dans la mise en œuvre de la Grounded Theory

En raison de l'inscription dans une approche très inductive, la principale difficulté a été de démarrer le processus avec des idées insuffisamment clarifiées, avec le risque de se perdre, de développer de nombreux incidents au niveau du codage ouvert, sans réussir à opérer une montée en théorisation. Une approche plus déductive se serait retrouvée confrontée à la difficulté inverse, celle de démarrer le processus avec une idée relativement arrêtée des catégories à trouver et des théories à mobiliser, avec le risque de « forcer les catégories ».

La seconde difficulté a été d'opérer une sélection, eu égard à la richesse des données qu'apportent les entretiens et l'analyse de documents. Cette sélection se réalise en fonction de la récurrence des thèmes mentionnés ainsi que des théories mobilisées.

La première analyse des données s'opère simultanément avec la découverte de divers champs théoriques, qu'un chercheur débutant doit alors apprendre à maîtriser. Le rythme d'alternance, entre les phases de collecte de données et celles

d'approfondissement des théories, ne se révèle pas toujours évident à appréhender. Le déroulement des entretiens a également ses contraintes, inhérentes à la disponibilité des interlocuteurs, variable selon les périodes de l'année.

Afin de ne pas nous retrouver noyé sous un matériau rapidement abondant, une première mise à plat des données a été réalisée en mettant en évidence des catégories descriptives, assez proches des « thèmes » retenus pour la réalisation des entretiens. Une première étape a ainsi consisté à lister, pour les analystes sell-side, différents thèmes regroupant un certain nombre « d'incidents » :

- l'organisation du travail (séparation des tâches, définition des rôles...);
- les informations collectées (origines, nature – chiffrée ou qualitative..., fréquence de collecte, degré d'accès...);
- l'évaluation (le processus, les méthodes, les grilles, les scénarios, les retraitements, les prix cible, les recommandations...);
- le processus de restitution (destinataires, fréquences, contraintes, modalités – orales, écrites...);
- les relations avec les autres acteurs – dirigeants, vendeurs, gérants (fréquences, modalités, vecteurs, attentes réciproques, répartition des rôles...);
- ...

Cette première étape permet d'aboutir à un « socle » sur lequel différents processus de conceptualisation peuvent s'opérer.

3.1.2. Le passage des « thèmes » aux « catégories »

Une première entreprise de codage avait été réalisée en articulation avec la théorie conventionnaliste, développée par Boltanski et Thévenot dans leur ouvrage « *De la justification* » (1991). La formation du jugement était ainsi appréhendée comme un cheminement entre plusieurs « espaces de jugement » différents, « fondamental », « commercial », « lié à la connaissance du marché ». La difficulté à distinguer des « espaces de jugement » (en lieu et place des « cités ») véritablement indépendants, arrimés à des sources spécifiques de légitimité, nous a conduit à devoir « rebrousser chemin ».

Le problème d'une frontière parfois mouvante entre, d'une part, un travail « personnel » sur des fondamentaux et, d'autre part, la nécessaire « connaissance » du « marché » est cependant demeuré en arrière-plan. Tenants institutionnels de l'évaluation financière des entreprises cotées, les analystes expriment, sous des formes diverses, la nécessité d'accéder à une certaine compréhension des mécanismes de formation des cours boursiers, et donc à la manière dont les autres acteurs appréhendent les sociétés qu'ils couvrent.

Cette question a conduit à centrer la recherche sur les relations développées entre les analystes et leurs clients. Les relations avec les directions d'entreprises participent

également à la formation du jugement de l'analyste financier et mériteraient une analyse approfondie. Mais les relations avec les clients apparaissent plus structurantes en raison du double statut de ces derniers, acteurs directement intéressés par le jugement de l'analyste et maillon représentatif du « marché ». L'étude des recherches portant sur les conflits d'intérêts avait fait émerger les « reproches » adressés aux analystes financiers. Il semblait ainsi important d'essayer de saisir, en retour, les « attentes » effectives formulées notamment par les clients à leur égard.

La prise en compte du rôle des interactions dans la construction du jugement des analystes s'inscrivait assez « naturellement » dans une orientation guidée par la sociologie économique. Elle contribue notamment à analyser les particularités des interactions entre l'analyste financier sell-side et les clients de la société au regard de relations marchandes théoriques en mettant ainsi en évidence les dispositifs de construction sociale et économique des marchés financiers. Plus largement, elle insère ces relations dans un ensemble de relations et d'institutions sociales. La mise en évidence « d'encastrement relationnel » offrait des premières pistes, qui sont venues compléter une analyse plus approfondie d'un « encastrement cognitif ».

Si les interactions locales, porteuses de démarches idiosyncratiques de construction du jugement ont été, en effet, un point de départ, il est vite apparu, au fil des entretiens, l'existence de structures communes de réflexion. Des référents sont ainsi régulièrement mentionnés, relatifs à la division de travail effectuée entre les acteurs au sein des bureaux de courtage, similaire à celle des sociétés de gestion, à une délimitation plus ou moins « évidente » du champ sectoriel étudié, à une sélection plus ou moins « consciente » des informations mobilisées, aux modes de raisonnements adoptés. Ces référents apparaissent particulièrement prégnants lorsque l'analyste couvre des « grandes » capitalisations, tout en irrigant également les modes de raisonnement des analystes couvrant les « petites et moyennes capitalisations ». L'analyse des entretiens à l'aune de la théorie sociologique néo-institutionnaliste a alors été étudiée.

3.2. Les référents théoriques mobilisés et leurs apports à une meilleure compréhension de la formation du jugement

La recherche d'une approche de la formation du jugement, articulant la prise en compte de structures communes de réflexion et d'approches plus idiosyncratiques, conduit à mobiliser deux théories, complémentaires en termes d'approches des phénomènes sociaux.

La théorie sociologique néo-institutionnelle apporte des outils conceptuels permettant d'analyser des structures communes de réflexion tout en intégrant la dimension « d'agency » rendant compte de la diversité et de la complexité de l'action. La sociologie économique centre son attention sur les interactions entre les acteurs sur les marchés et l'aide apportée par les dispositifs sociaux en termes de coordination.

La complémentarité de ces sources théoriques permet d'analyser le processus de formation du jugement, en tant que processus social, sous deux aspects.

Il peut être appréhendé, dans un premier temps, comme façonné à un niveau d'ensemble par des structures institutionnelles de raisonnement qui expliqueraient la récurrence de certains schémas de pensée, de l'utilisation de certains outils, de certaines divisions de travail qui ont un impact sur la manière dont l'analyste forme son jugement.

Dans un second temps, la diversité des processus de formation du jugement peut être comprise et retranscrite, en mettant plus en avant la dimension d'un analyste en tant qu'acteur, qui forme son jugement en se positionnant vis-à-vis des institutions et en recourant à des interactions locales pour s'ajuster.

Pour chacune des théories, les développements suivants exposent, dans un premier temps, leurs fondements, déclinés dans un second temps en termes d'apports à la compréhension de la formation du jugement. Ces développements tentent de retranscrire le processus d'induction et de déduction qui a été mis en œuvre, pour construire les résultats présentés dans la partie suivante.

3.2.1. Les référents conceptuels de la théorie sociologique néo-institutionnaliste

Les premiers travaux de la théorie néo-institutionnelle analysent la manière dont les institutions orientent les comportements par la diffusion de valeurs ou de normes, selon une orientation normative prégnante dans la théorie institutionnelle, mais surtout, par une recherche de sens, selon une orientation cognitive. Ils étudient ainsi leur mode de diffusion à un niveau supra-organisationnel ainsi que leur mode opératoire. Les institutions sont alors analysées en tant qu'« état ».

Avec le temps, les recherches vont s'orienter vers une approche des institutions plutôt en termes de processus, en analysant le degré d'institutionnalisation, réintroduisant, par là même, la dimension de l'acteur.

D'une approche des institutions en tant « qu'état », étudié à un niveau supra-organisationnel, à une approche des institutions en tant que « processus », réintroduisant les acteurs.

La perspective sociologique conduit à se démarquer d'une théorie de l'action, et donc d'une formation du jugement, centrée sur une approche d'un acteur atomisé, disposant d'une rationalité, instrumentale et calculatoire, guidée par la recherche de l'intérêt, même si cette rationalité est appréhendée de façon limitée (Scott, 2001 ; Powell et DiMaggio, 1991).

Les acteurs sont abordés au travers de la manière dont leurs interactions créent des structures sociales qui, en retour, participent à la construction des acteurs. L'importance de la dialectique de cette relation est particulièrement soulignée par Berger et Luckman (2006/1966, p. 126) dans leur analyse de « la construction sociale de la réalité ». L'intérêt plus spécifiquement porté à l'une puis à l'autre de deux assertions marque l'évolution de la théorie néo-institutionnelle au cours de ces trente dernières années.

Ce courant théorique s'est, en effet, intéressé en premier lieu, à l'existence, en soi, des institutions en se positionnant à un niveau supra-organisationnel (DiMaggio et Powell,

1983 ; Meyer et Scott, 1991/1983). Au travers de l'étude des organisations, les institutions sont abordées en tant qu'« état » ou « propriété » (Jepperson, 1991, p. 143). Le phénomène d'institutionnalisation demeure une « boîte noire » (Zucker, 1977).

Des évolutions s'opèrent en raison des critiques adressées aux premières approches, (Scott, 2004 ; Powell, 1991) ainsi que de l'insistance de certains auteurs, comme Zucker (1977) ou Fligstein (2001a), à prendre en considération les « micro-fondations de la pensée néo-institutionnelle ». La référence aux travaux de Berger et Luckman (2006/1966) sur la sociologie de la connaissance conduit la théorie néo-institutionnelle à s'intéresser aux acteurs et à considérer les institutions en tant que processus. Des travaux se développent alors sur l'analyse des processus d'institutionnalisation et de désinstitutionnalisation, (ré)introduisant, par là même, le rôle des acteurs par la mobilisation du concept « d'agency ».

La définition donnée par Jepperson (1991) des institutions tend ainsi à prendre en compte l'ensemble des dimensions. Les institutions représentent « ces modèles sociaux, ces séquences d'interactions standardisées, qui, lorsqu'elles sont reproduites de manière chronique, doivent leur permanence à un process auto-réactivé⁶⁵ » (p. 145). Les concepts clés des textes fondateurs, tels que ceux de Meyer et Rowan (1977) ou de DiMaggio et Powell (1983), sont alors nuancés, complexifiés, enrichis (Scott, 2004 ; Powell, 2007).

Ces orientations, ainsi que la définition des institutions donnée par Fligstein (2001, p. 108) en termes de « règles et de sens partagé, qui définissent les relations, aident à définir la position de chacun au sein de ces relations, et qui guident les interactions, en donnant aux acteurs des structures cognitives et de significations pour interpréter le comportement des autres »⁶⁶, servent de perspective pour l'étude de la formation du jugement des analystes financiers sell-side.

Des institutions de nature normative et/ou cognitive

Selon les différents courants théoriques, ces structures sociales, ou « institutions », vont être considérées comme porteuses de valeurs et/ou de structures de pensée culturelles et cognitives (Scott, 2001). L'approche régulatrice des institutions, essentiellement mobilisée par les économistes, fondée sur leur pouvoir coercitif de sanction et de récompense, est utilisée plutôt en contrepoint, au sens où, pour les sociologues néo-institutionnalistes, la force des institutions cognitives réside justement dans le fait que leur existence ne nécessite pas ce type de pouvoir (Zucker, 1991). Les lois sont ainsi plutôt prises en compte au travers des référents culturels-cognitifs ou normatifs, sur lesquels elles se fondent (Scott, 2001 ; Meyer et Royan, 1977).

Selon l'orientation normative, l'action est orientée par la manière dont elle se révèle conforme à des valeurs socialement définies, déclinées au travers de normes, qui

⁶⁵ « Those social patterns, standardized interaction sequences, that, when chronically reproduced, owe their survival to relatively self-activating process ». Jepperson (1991, p.145).

⁶⁶ « Rules and shared meaning, that define relationships, help define who occupies what position in those relationships and guide interaction, by giving actors cognitive frames or sets of meaning, to interpret the behavior of others. » Fligstein (N.) (2001, p.108)

précisent la manière dont les choses doivent être faites. Les institutions structurent ainsi des rôles, composés d'activités et d'objectifs appropriés, de droits et de responsabilités, évalués au regard des valeurs socialement reconnues (Powell et DiMaggio, 2001). Cette orientation normative a constitué le cœur des travaux du courant dit « institutionnel » reposant notamment sur l'approche fonctionnaliste de Parson. Il sera par la suite considéré que ces rôles peuvent être formellement définis ou émerger informellement d'interactions, en fonction des attentes réciproques (Scott, 2001).

Selon l'orientation cognitive, l'action est orientée par la recherche de signification, par le recours à des structures cognitives, composées de catégories sociales, de règles, de schémas de pensée. Cette orientation constitue le fondement distinctif du courant « néo-institutionnaliste ».

Ce courant se crée par l'articulation de travaux issus de deux équipes de recherche, l'une œuvrant à l'université de Stanford, sur la Côte ouest, composée notamment de Meyer, Rowan, Scott, l'autre située à l'université de Yale sur la Côte est, regroupant DiMaggio et Powell (Scott, 2004). Le courant néo-institutionnaliste se positionne à la fois dans le prolongement et en réaction au courant institutionnaliste, tout en mobilisant d'autres apports théoriques tels que :

- la psychologie sociale et cognitive, en particulier les travaux de la Carnegie School sur les mécanismes de prise de décision, la mise en œuvre de schémas, de scripts, d'heuristiques, lors de la perception et du traitement interprétatif des informations (Meyer et Rowan, 1977 ; Scott, 2001 ; Powell et DiMaggio, 1991) ;
- l'ethnométhodologie, en raison de son intérêt porté aux mécanismes de connaissances mis en œuvre dans le cadre d'interactions quotidiennes (voir les travaux de Garfinkel) ;
- l'approche phénoménologique et la mise en évidence, au cours d'interactions locales, de mécanismes de partage « intersubjectifs de signification », créant et conférant aux structure cognitives leur « objectivité » (Berger et Luckman, 2006/1966) ;

Pour Berger et Luckman (2006/1966), l'institutionnalisation nécessite que s'établisse une première phase d'interactions répétées entre individus au cours desquelles se produit un phénomène de « typification réciproque » conduisant à des actions « habituelles » (phase « d'habituation »). « J'appréhende l'autre comme un type et j'interagis avec lui dans une situation qui est elle-même typique » (p. 86). Ces actions peuvent ainsi être reproduites dans le futur sans effort. « Elles conservent leur sens, malgré le fait que les significations s'enfoncent dans la routine, à l'intérieur d'un stock de connaissance » (p. 117).

Au fur et à mesure que les actions se déroulent dans le temps, chaque individu devient capable de prédire l'action des autres et plus globalement leur interaction commune « et nous recommençons » (p. 122). Cette phase « d'extériorisation » s'opère à partir du moment où l'institution est vécue comme un fait « extérieur » où « la compréhension subjective des actes est reconstruite comme compréhension intersubjective » (Zucker, 1991/1977, p. 85).

La troisième phase ou phase « d'objectivation » apparaît à partir du moment où les actes peuvent être répétés par d'autres acteurs sans que leur signification en soit changée.

« L'extériorisation » et « l'objectivation » correspondent aux deux des trois phases caractérisant l'institutionnalisation. Berger et Luckman (2006/1966) ajoutent une phase, « l'intériorisation », réalisée lors de la transmission, par la socialisation, des institutions aux générations suivantes, qui ne peuvent plus, par le simple jeu de la mémoire, retracer l'origine des institutions.

Tout en distinguant l'approche normative et l'approche cognitive, Scott (2001) souligne cependant qu'elles peuvent se conjuguer, en particulier lorsque les normes ou les standards sont professionnellement définis (p. 78 et p. 117). La manière de penser et la division du processus de réflexion induit ainsi une répartition des rôles entre différents acteurs professionnels. Plus largement, les règles, les normes, les idées peuvent ainsi être amenées à se combiner de manière complexe, « œuvrant indépendamment mais selon des rôles interdépendants » (p. 197).

Les institutions, leur champ d'application, leurs modalités de diffusion, les modes opératoires

Dans une première approche, le courant néo-institutionnaliste s'est intéressé à la manière dont les structures et les pratiques organisationnelles reflètent ou répondent à des règles et des croyances issues de l'environnement extérieur. Les organisations sont ainsi représentatives de modèles ou de normes de rationalité, émanant de systèmes culturels (Scott, 2001, 2004).

Les principaux textes fondateurs mobilisent ainsi l'existence d'institutions pour expliquer les processus d'homogénéisation ou « isomorphismes » existant entre les organisations et leur environnement. Ces isomorphismes d'origine institutionnelle, par la légitimité qu'ils procurent, participent à la permanence et au succès des organisations (Meyer et Royan, 1977). Ils engendrent des structurations communes entre organisations (Powell et DiMaggio, 1983), à l'instar de celles constatées entre les sociétés de gestion et d'investissement, distinguant des fonctions quasi identiques de stratégestes, d'économistes, d'analystes, de vendeurs ou de gérants. Powell et DiMaggio (1983) mettent en évidence trois catégories d'isomorphismes selon leur origine : les isomorphismes coercitifs, résultant d'influences politiques, les isomorphismes normatifs, issus de l'influence des professions, et les isomorphismes mimétiques, lorsqu'ils constituent une réponse à l'incertitude. Ils précisent toutefois que les isomorphismes conjuguent souvent plusieurs origines.

Les modes de diffusion (« carriers »)

Selon les auteurs, les modes de diffusion des institutions diffèrent. Jepperson (1991) opère une classification par catégories de règles et de mécanismes de contrôle. Il distingue ainsi trois modes de diffusion (ou « carriers ») : « les organisations formelles », « les régimes » représentant des « systèmes d'autorité centraux qui surveillent et sanctionnent » comme, par exemple, les professions, et enfin « les cultures ».

Scott (2001), quelques années plus tard, propose une autre classification, intégrant quatre dispositifs de diffusion, croisés, de manière matricielle, avec les trois « piliers » institutionnels qu’il distingue : « normatif, culturel-cognitif, ou fondé sur la régulation ». Il intègre ainsi l’approche de Meyer et Rowan (1977) sur le partage de modèles symboliques, celle de DiMaggio et Powell (1983) sur les systèmes relationnels, via en particulier les connexions réticulaires, et celle d’Orlikowski (1992) sur les artefacts cognitifs.

**Tableau 13 - « Piliers institutionnels et modes de diffusion » (« carriers »)
Extrait de Scott (2001, p. 77)**

Carriers	Pillars	
	Normative	Cultural-Cognitive
Symbolic systems	Value, Expectations	Categories, Typifications, Schemas
Relationnel systems	Regime, Authority systems	Structural isomorphism
Artifacts	Objects meeting standards, conventions	Objects possessing symbolic Value
Routine	Roles, Obedience to duty	Scripts

Le « champ organisationnel » comme champ d’analyse de prédilection

Si les institutions peuvent opérer à différents niveaux, l’espace interorganisationnel constitue le champ d’étude de prédilection. Cet espace est conceptualisé sous le terme de « societal sector » par Meyer et Scott (1991/1983) ou d’« organizational field » par DiMaggio et Powell (1983), concept qui sera par la suite communément retenu.

Soulignant leur souci de dépasser les relations interorganisationnelles, qualifiées « d’horizontales » et d’intégrer, tant les liens à l’échelon local que national ou international, Meyer et Scott (1991/1983) proposent un positionnement de l’analyse au niveau du « secteur sociétal ». Se fondant sur le concept économique d’industrie, au sens où le comportement des organisations est lié à leur appartenance sectorielle, l’approche de Meyer et de Scott se différencie par une attention particulière portée aux liens verticaux, liens établis avec des « systèmes centraux d’autorité et de pouvoir », à l’instar de l’état ou d’organisations professionnelles.

DiMaggio et Powell (1983) reprennent les notions de connexions et d’équivalence de positionnement⁶⁷ au sein d’un réseau, développées par les approches structurales. Leur concept de « champ » diffère cependant, selon ces auteurs, des réseaux interorganisationnels, dans le sens où le champ est issu d’un processus de « structuration » qui lui confère sa dimension institutionnelle, aboutissant notamment au « développement d’une conscience mutuelle d’appartenance à un projet commun ». Lors de l’analyse de la genèse de ce processus, à l’occasion d’une étude portant sur le champ des musées d’art américains, DiMaggio (1991) met, à ce titre, en exergue l’importance des processus de professionnalisation.

⁶⁷ En référence aux travaux de White. « L’équivalence structurale qualifie des organisations qui, tout en n’ayant pas de relation entre elles, présentent les mêmes structures relationnelles. » (Steiner 2006).

Les premiers travaux de ce courant ont souvent porté sur les organisations proches ou appartenant au secteur public. Une distinction est en effet réalisée entre les « isomorphismes concurrentiels », opérant dans des environnements « techniques », au sein desquels se réalise la production des biens et services, et les « isomorphismes institutionnels » opérant dans des environnements censés être plus en prise avec les processus institutionnels (DiMaggio et Powell, 1983 ; Meyer et Scott, 1983).

Dans le même esprit, les premiers textes considèrent que la mise en œuvre d'isomorphismes s'effectue en contradiction avec une recherche de performance stricto sensu. D'après Meyer et Rowan (1977), le conflit semble inhérent entre la recherche de conformité et celle de l'efficacité (p. 57). Pour DiMaggio et Powell (1983), les organisations peuvent devenir semblables, sans pour autant être plus efficaces. Meyer et Scott (1991/1983) nuancent ces propos en montrant que toute organisation est soumise à des pressions, tant institutionnelles qu'issues de l'environnement « technique », dont le poids relatif simplement varie selon le type d'activité.

Dans des textes ou des versions ultérieurs, Powell (1991) ou Meyer et Scott (1991/1983) reviennent sur cette dichotomie, voire s'accordent avec d'autres travaux pour renverser la perspective en montrant comment les institutions, sous leurs diverses formes, construisent les référents « en termes de nature de concurrence et de référents de performance » (Scott, 2004, p. 18). Prenant l'exemple des échanges effectués sur les marchés de matières premières, Powell (1991) souligne l'articulation des processus économiques et institutionnels, précisant que la reproduction des échanges économiques n'est possible qu'en raison d'arrangements institutionnels à un niveau micro et macro. Il mobilise à ce titre les travaux d'Abofolia (1984) sur les traders, montrant comment, face à l'incertitude, se « structure l'anarchie ». Au contrôle exercé par les instances publiques s'ajoute l'existence de normes plus ou moins formelles, mettant en jeu les phénomènes de réputation et d'interactions locales qui permettent de distinguer les comportements réellement répréhensibles. L'étude réalisée par Orru et *alii* (1991) met également en évidence les origines culturelles et normatives des isomorphismes constatés entre groupes industriels de sociétés d'origines japonaise, taïwanaise et coréenne agissant dans un environnement qualifié de hautement concurrentiel. Cette perspective offre notamment des pistes de réflexion sur les origines du modèle économique des sociétés de courtage dont Galanti (2006) pointe les biais.

Les modes opératoires des institutions et la question du « découplage »

Les institutions constituent à la fois des contraintes et des ressources. Berger et Luckman (2006/1966 p. 119) expliquent ainsi que « du simple fait de leur existence, elles (les institutions) contrôlent la conduite humaine en établissant des modèles prédéfinis de conduite, en la canalisant dans une direction au détriment de beaucoup d'autres qui seraient théoriquement possibles ». Si les institutions sont « intégrées » (Berger et Luckman, 2006/1966, p. 133), leur mode et leur lieu d'intégration soulèvent, cependant, de nombreuses discussions théoriques.

Meyer et Rowan (1977) considèrent que l'intégration des institutions est opérée par les « structures formelles » des organisations. Porteuses ainsi de « significations socialement partagées », elles ont moins pour vocation de régler des problèmes de division de travail et de coordination, que d'asseoir la légitimité de l'organisation. La mise en œuvre de ces

isomorphismes, rendant la structure conforme à ses « mythes » institutionnels, se heurte cependant à plusieurs difficultés. Des conflits et des incohérences peuvent être engendrés par les écarts existants entre l'adéquation à un certain « cérémonial », de la part de la structure formelle, et de la recherche d'efficacité inhérente aux activités techniques.

Ces écarts ont plusieurs origines. Il peut être difficile de cerner les apports effectifs en termes de performance de « l'adéquation à un cérémonial », en raison de retombées économiques tardives ou diffuses. Le cérémonial est alors uniquement envisagé au travers de ses coûts. Par ailleurs, les règles institutionnelles présentent un caractère très général, qui souvent ne s'accorde pas avec les impératifs de réalisation des activités « techniques », qui doivent notamment s'adapter à des circonstances diverses et spécifiques. Enfin, les organisations peuvent être amenées à retenir différentes règles institutionnelles qui se révèlent en contradiction.

Les problèmes soulevés peuvent être palliés par un « découplage » de la structure formelle, permettant de maintenir une structure formelle stable et légitime face aux variations des activités « techniques ». Ce mécanisme se traduit par des modalités d'évaluation et de coordination particulières, par la délégation des activités à des professionnels, par la définition d'objectifs spécifiques, distincts de performances techniques, par la valorisation des relations humaines contournant l'application des règles. Ce découplage induit une orientation du temps et de l'énergie des dirigeants vers l'accomplissement des « rites » plutôt que vers l'encadrement des « activités ». Ce découplage fonctionne cependant, car il repose sur la confiance et la bonne foi. Meyer et Rowan (1977) prennent ainsi l'exemple de la professionnalisation qui, tout en évitant les contrôles, apporte ce type de garantie.

Scott (2004), rappelant ses travaux du début des années quatre-vingt, opère également une partition entre les « structures périphériques », de management et de gouvernance, sur lesquelles s'exercent les institutions, et les fonctions plus directement en prise avec le processus de production, qui sont, elles, façonnées par des considérations techniques.

Les écarts mis en évidence par Meyer et Rowan (1977) entre la structure formelle et les activités peuvent être déclinés au niveau d'un acteur, directement en prise avec des institutions normatives et cognitives, aux orientations différentes ou présentant des incomplétudes opératoires. Un premier niveau de découplage peut s'opérer entre la restitution du travail réalisé et la réalisation effective. Un second niveau peut apparaître entre la maîtrise de connaissances académiques et leur mise en œuvre. Les analystes peuvent également réassurer un couplage, au sein de la formation du jugement, en se créant leurs propres règles.

Pour certains auteurs, ce processus de « découplage » se révèle en contradiction avec le fait que « pour être institutionnelle, une structure doit engendrer l'action » (Tolbert et Zucker, 1994, p. 10).

Le processus de découplage semble également remettre en cause le caractère « allant de soi »⁶⁸ des institutions. En le différenciant des questions de compréhension, de prise de

⁶⁸ « taken for granted », terme provenant de Schütz (1987) notamment.

conscience ou d'évaluation, Jepperson (1991) y accole le terme de « in some fashion », au sens où les acteurs « doivent avoir accès à des explications⁶⁹, historiques ou fonctionnelles, sur l'existence de ces institutions » (p. 147). Cette approche renvoie à l'analyse de Berger et Luckman pour lesquels « plus une conduite est considérée comme allant de soi au niveau de la signification, plus les alternatives possibles aux programmes institutionnels s'éloigneront et plus la conduite sera elle-même prévisible et contrôlée » (2006/1966, p. 130). Les institutions « colleront ensemble » et auront ainsi d'autant plus de poids qu'elles s'inséreront dans un « système » ou un « réseau » « cohérent » (Berger et Luckman, 2006/1966, p. 131 ; Zucker, 1991/1977).

Reprenant l'analyse de Berger et Luckman (2006/1966), Zucker (1991/1977) caractérise l'institutionnalisation par « l'extériorité » et « l'objectivité » des actes. Précisant qu'il s'agit moins d'une question d'état que de degré, elle change la manière de considérer l'institutionnalisation, prônant un abord plutôt en termes de « processus » que de « propriété ».

Une appréhension des processus d'institutionnalisation

Les recherches néo-institutionnalistes déplacent alors leur centre d'intérêt des effets des institutions vers les différents stades d'institutionnalisation, ainsi que vers l'évolution des institutions, leur création, leur maintien, leur remise en cause.

Les différentes étapes du processus d'institutionnalisation et de son évolution

Dès ses écrits de 1977, Zucker tente de décomposer le processus d'institutionnalisation à partir d'un niveau « micro », en étudiant comment un acteur, en tant qu'individu, transmet ce qui est socialement défini comme une réalité, tout en pouvant, à tout instant, se poser la question de l'aspect « taken for granted » de la signification transmise.

Elle poursuit cette approche avec Tolbert (1994) en déclinant, au niveau organisationnel, le processus théorisé par Berger et Luckman (2006/1966). Selon les phases considérées, les « institutions » seront plus ou moins susceptibles de subir des évaluations critiques, des modifications, des abandons.

La phase « d'habituation », ou de « pré-institutionnalisation », s'enclenche, avec l'émergence de réponses structurées face à l'apparition d'un problème donné. L'acte ou la pensée est adopté par des acteurs « homogènes », souvent par imitation, avec de fortes variations possibles.

La phase « d'objectivisation », ou de semi-institutionnalisation, correspond à la phase de diffusion entre organisations et d'adoption par des acteurs « hétérogènes ». L'intervention de consultants ou de groupes d'intérêts et la mobilisation d'exemples de référence (« champions ») permettent de renforcer le processus de théorisation alors à l'œuvre. La diffusion se réalise sans trop d'écarts par rapport au « modèle » d'origine, au travers de processus d'imitation possédant également un certain degré normatif.

⁶⁹ « account ».

La phase de « sédimentation », ou de complète institutionnalisation, se caractérise par le maintien des institutions malgré l'arrivée de nouvelles générations d'individus au sein des organisations. S'accompagnant d'une faible théorisation, l'institutionnalisation, prend alors un caractère très normatif. Cette phase se révèle fonction de l'absence d'opposition, d'une promotion effective par ses tenants, ainsi que de corrélation entre son existence et l'atteinte des objectifs.

Les recherches néo-institutionnalistes actuelles s'orientent également vers ce que Lawrence et Suddaby (2005) conceptualisent, quelques années plus tard, sous le vocable de « travail institutionnel » (« institutional work »), « broad category of purposive action aimed at creating, maintaining and disrupting institutions » (p. 4).

Ils réalisent, à ce titre, une synthèse des travaux qui analysent les différentes activités ou pratiques à l'œuvre lors de la création des institutions, lors de leur maintien ou de leur disparition. La création de nouvelles institutions peut ainsi s'opérer, au travers de processus politiques, par une reconstruction des règles, des frontières définissant l'accès aux ressources, par une reconfiguration des systèmes de pensée, par une remise en cause des catégories de pensée et donc des systèmes de signification.

Les questions de pouvoir et « d'agency »

L'analyse des différents stades d'institutionnalisation ainsi que l'évolution des institutions, leur création, leur maintien, leur remise en cause, conduisent à introduire les questions de pouvoir ainsi que de rôle des acteurs, par la mobilisation du concept « d'agency » (Powell, 1991 ; Fligstein, 2001 ; Scott, 2004 ; Lawrence et Suddaby, 2005).

Marqué chez les « anciens » institutionnalistes, le rôle du pouvoir a été, dans les premières recherches, laissé de côté par les néo-institutionnalistes. Il transparaît néanmoins dans l'article de DiMaggio et Powell (1983) via un questionnement sur le rôle des « élites » dans la création et le maintien des institutions (p. 157). Fligstein (1991) appelle à un « approfondissement empirique et théorique des recherches sur les relations entre pouvoir et cognition », à l'origine de l'inertie ou de l'évolution des institutions (p. 335). Scott (2004) réfère aux travaux de Brunsson et Jacobsson⁷⁰ sur la manière dont certains groupes professionnels œuvrent au développement de leurs propres standards. On peut, à ce titre, s'interroger sur le pouvoir détenu par les groupes spécialisés dans la production et la diffusion de l'information financière. Appartenant à un secteur devenu très fortement oligopolistique, ces groupes, actionnaires des principaux médias,⁷¹ sont également producteurs d'indices boursiers et de consensus, et contrôlent, à ce titre, différents véhicules de référents institutionnels.

La dimension du pouvoir a été notamment prise en compte à l'occasion du développement des recherches à un niveau micro, se référant parallèlement ou conjointement à la question de « l'agency » (Lawrence et Suddaby, 2005). Étudié selon la capacité des acteurs à maintenir, remettre en cause ou à créer des institutions, ce concept a donné lieu à différentes approches, dont celle d'un acteur « stratégique » qui serait affranchi des contraintes structurelles. Ces controverses ont abouti à certaines

⁷⁰ Brunsson Nils., Jacobsson Bengt. (2000), *A World of Standards*, Oxford University Press.

⁷¹ Cf. à ce sujet, le travail doctoral en cours de Jacques-Olivier Charron.

clarifications (Scott, 2001, p. 194 ; Scott, 2004 ; Lawrence et Suddaby, 2005), comme celles réalisées par Emirbayer et Mische (1998). Ces derniers précisent ainsi que si « les acteurs ont des capacités variables de construction de leur contexte structurel, à aucun instant l'agency ne peut devenir indépendant de cette structure (p. 1004) ». « L'agency lui-même est socialement structuré » (Scott, 2001, p. 76).

Emirbayer et Mische (1998) proposent une définition de l'agency qui met en évidence la caractéristique temporelle de ce processus d'engagement ou de désengagement social. L'individu s'appuie sur le passé, qui, par les habitudes créées et les répétitions, procure des références stables en termes d'identité et de sens. Mais il est également orienté vers le futur, par sa capacité à projeter et imaginer des alternatives possibles. Il est enfin ancré dans le présent, en raison de sa « capacité pratique d'évaluation » à contextualiser les habitudes passées et les projets futurs en fonction des contingences du moment.

3.2.2. Les apports de la théorie sociologique néo-institutionnelle à la compréhension du processus de formation du jugement

Les apports de la théorie sociologique néo-institutionnelle à la formation du jugement ont été surtout utilisés dans leur approche des institutions en tant qu'« état », en montrant comment les institutions « encadrent » la formation du jugement. La dimension agentique de l'analyste est retenue dans le sens où les institutions ne déterminent pas la formation du jugement de l'analyste. Cette dimension ne donne pas cependant lieu à une analyse en profondeur du rôle des analystes financiers dans le processus d'institutionnalisation.

La caractérisation de la dimension institutionnelle

La formation du jugement apparaît « encadrée » par des institutions cognitives qui transparaissent dans la manière dont la connaissance est construite et codifiée, ainsi que par des institutions normatives, au sens où les principes de la « finance moderne », intégrés par la législation, ont conduit à établir des référents professionnels.

Le caractère « institutionnel » et ses degrés de variation a été appréhendé au travers du discours des acteurs. Cette qualification a servi de fondement à l'échantillonnage théorique et a été apposée lors de la convergence de plusieurs « indices », tels que la récurrence des propos dans différents entretiens ou l'évidence pour nos interlocuteurs de certaines réponses à nos questions.

Lors de la description des processus de formation du jugement, ces référents, ou pratiques, présentent un fort degré de récurrence, comme la partition des rôles entre les stratégestes, les économistes, les analystes et les gérants ou vendeurs, régulièrement abordée tant chez les analystes sell-side que buy-side. Ces référents apparaissent également comme des éléments incontournables, soit spontanément désignés en tant que tels, soit présentés comme des pratiques communément répandues chez les autres analystes, comme l'utilisation du consensus.

Certains analystes considèrent comme « allant de soi » certaines pratiques telles que le choix des couvertures en fonction de la capitalisation et du secteur considéré. Interrogée

sur les modalités de choix de sociétés de couverture, une analyste sectorielle répond : « L'évidence absolue, la pondération du CAC (...) et après, pour l'extension de couverture, vous avez une certaine quantité de benchmarks qu'il faut que vous ayez couvert. » (AS12). Les propos d'un analyste sectoriel sur une société, dont l'activité a évolué, sont également éclairants sur le poids cognitif des approches sectorielles : « Pour l'instant, N. est transféré au pôle un peu orphelin qu'est le pôle des small et mid caps. (IC : – Pourquoi orphelin ?) – Car les small caps sont..., il n'y a pas de logique de secteur forte. » (AS6). La question sur les modalités de définition des secteurs occasionne, chez une analyste, une réaction amusée au regard de l'évidence de la réponse : « Il y a plusieurs nomenclatures. Vous avez Euronext, que vous ne retrouverez pas forcément au niveau du Dow Jones. Ça vient souvent des sociétés qui créent les indices. » Cette réponse souligne ainsi clairement les modalités de construction sociale du jugement.

D'autres analystes, disposant d'ancienneté dans le métier, mettront en évidence la manière dont certaines pratiques ont été mises en place, se sont diffusées, sont éventuellement remises en cause. Interrogé sur l'origine de la généralisation d'une segmentation par secteur, un analyste sectoriel répond : « Je pense que le décloisonnement des marchés européens, la possibilité d'acheter les valeurs en Europe au travers de certaines zones et de certains indices, renforcée par le côté zone euro etc., a fait que les gestions traditionnelles, qui étaient principalement au départ le CAC 40 ou les indices français, ont dû chercher des relais de croissance. » (AS6). Soulignant les origines de cette orientation, cette réponse met également en évidence les liens pouvant exister entre la structuration des sociétés de courtage et celle des sociétés de gestion. Elle conduit ainsi à orienter la réflexion vers le concept de « champ organisationnel » (cf. ci-après).

Les interventions d'acteurs « en marge », à des degrés divers, servent également de contrepoint.

Il est ainsi intéressant de confronter les pratiques d'analystes intervenant principalement sur les grandes capitalisations, qui apparaissent plus « institutionnalisées », à celles, plutôt en voie d'institutionnalisation, d'analystes centrés sur les petites et moyennes capitalisations. « Nous ici, on pense qu'il y a finalement très peu de secteurs », déclare le responsable d'un bureau d'analyse, à l'activité plutôt centrée sur les moyennes capitalisations. (AS4).

De manière encore plus saillante, les entretiens avec des analystes spécialisés sur les investissements socialement responsables soulignent les processus d'exclusion de certaines informations, souvent implicitement mis en œuvre par les autres analystes. Les analystes « traditionnels » ont, en effet, plutôt tendance à souligner la prise en compte, de leur part, de toutes les informations disponibles : « Tout est source d'information, souligne une analyste sectorielle. « Vous ne pouvez pas imaginer (...). C'est cette capacité à être en permanence en éveil sur tout et n'importe quoi. » (AS12). Interrogé sur la prise en compte des informations de nature extra-financière, un analyste ISR répond en soulignant une structuration des modes de pensées : « L'analyste, aujourd'hui, ne regarde que la réglementation actée. Il ne regarde pas la réglementation en devenir (...). (IC : – Les informations de nature sociale ?) – Cela n'intéressera que les analystes ISR, c'est clair. »

Certains propos, comme ceux de cette gérante value, font également progresser la réflexion en ce sens : « De temps en temps, on peut trouver quelques analystes ayant des convictions

fortes (...), mais toute l'organisation du contrôle des banques, qui ne peuvent avoir des analystes qui sortent de la norme, a tendance à gommer le structurel au profit du conjoncturel, ce qui ne correspond pas du tout à notre mode de gestion. » (G2).

Progressivement, les principes de gestion benchmarkée apparaissent comme une institution cognitive dont les déclinaisons irriguent différents aspects du raisonnement des analystes, soit par des modes de pensée, au travers, par exemple, du renforcement de l'approche sectorielle, soit par une structuration des organisations et des relations.

L'inscription de la formation du jugement de l'analyste financier sell-side dans une dimension institutionnelle

Comme illustré ci-dessus, l'inscription de la formation du jugement dans une dimension institutionnelle émerge, des entretiens, par des références à un champ plus large que l'approche organisationnelle, qui nécessite de tenir compte, a minima, des sociétés clientes, des organisations professionnelles, des dimensions législatives. La mobilisation du concept de « champ organisationnel » développé par DiMaggio et Powell (1983) apparaît alors comme représentative.

Cette inscription devient perceptible au travers de la mobilisation, par les analystes financiers, de systèmes relationnels ou d'objets, qui apparaissent comme représentatifs de modes de diffusion d'institutions. C'est sans doute la mise en place de systèmes relationnels qui est apparue la plus nettement. *« Jusqu'au moment où j'ai commencé le métier en 1997, les analystes, c'étaient vraiment des rats de laboratoires qui sortaient des études et ne voyaient jamais le client. Là, la moitié de notre temps doit être consacrée à voir des clients et essayer de vendre ses idées »,* déclare le troisième analyste sell-side rencontré (AS3).

L'étude de ces systèmes relationnels va ainsi mettre en exergue une structuration particulière de ces relations entre les sociétés de courtage et les sociétés de gestion et ces conséquences en termes de division du travail au sein des sociétés de courtage. Un responsable de bureau d'analyse explique l'articulation des sociétés de courtage et des sociétés de gestion : *« Si vous voulez, des gestions qui sont organisées avec leurs analystes qui font de la recherche dite secondaire. Et donc, en face du spécialiste, vous avez un spécialiste, en face d'un analyse buy-side, vous avez un analyste sell-side et en face du gérant généraliste, vous avez le vendeur. »* (AS5). Un jeune analyste sectoriel d'une société de courtage anglo-saxonne décrit la structure de son organisation et la division du travail afférente : *« Il y a généralement l'équipe de stratégestes et il y a l'analyste. Tout en haut, ceux qui collectent l'information, c'est l'équipe de stratégestes, qui dira " il faudra privilégier tel secteur machin ou les valeurs à tel profil ". Ensuite, il y a tous les secteurs. Il y a un chef de secteur, généralement un analyste senior qui fait cela depuis 15 ou 20 ans, qui a vu pas mal de cycles, plusieurs choses se passer comme l'explosion du pétrole, un défaut de paiement du Mexique, qui sait comment réagit le secteur dans ce cas-là, et les analystes plus juniors, ou confirmés, mais pas encore autant que le chef de secteur, qui sont responsables de certaines valeurs. »* (AS6). La confrontation avec l'organisation des sociétés de gestion confirme l'existence d'isomorphismes.

L'étude du schéma de Scott (2001) permet d'asseoir et de structurer alors le processus d'induction, notamment pour caractériser conceptuellement les relations entre les sociétés de courtage et les sociétés de gestion, sous l'angle d'un isomorphisme structurel, ainsi que le consensus des analystes, comme un artefact cognitif diffuseur d'institutions.

Le schéma ci-dessous reprend, en tramé, les modes de diffusion qui ont été retenus, dans cette recherche pour la formation du jugement de l'analyste sell-side.

Tableau 14 - « Piliers institutionnels et modes de diffusion » retenus pour la formation du jugement. Extrait de Scott (2001, p. 77)

Carriers	Pillars	
	Normative	Cultural-Cognitive
Symbolic systems	Value, Expectations	Categories, typifications, Schemas
Relationnel systems	Regime, Authority systems	Structural isomorphism
Artifacts	Objects meeting standards, conventions	Objects possessing symbolic Value
Routine	Roles, Obedience to duty	Scripts

Lors de phases de déduction, les entretiens ont été recodés pour affiner la description des concepts et préciser les modalités de catégorisation des sociétés et des informations. À ce titre, l'échantillonnage théorique a été modifié, en intégrant la dimension des investissements socialement responsables et la question de la classification sectorielle a été approfondie. Par ailleurs le guide d'entretien a été revu, en intégrant systématiquement un questionnaire sur le consensus des analystes, et le codage affiné, par le recours aux travaux de Norman (1993) sur les artefacts cognitifs et Callon et Muniesa (2003) sur les dispositifs de calculs.

L'étude des entretiens réalisés n'a, en revanche, pas circonscrit avec suffisamment de netteté ce vecteur de diffusion que représente la routine, qu'intuitivement on pourrait penser fortement présent.

La déclinaison des modes opératoires des institutions et de la dimension agentique de l'analyste financier sur la formation son jugement

Le recours à une lecture néo-institutionnaliste, en termes de couplages et découplages, permet notamment de caractériser les tensions et les difficultés ressenties par l'analyste financier dans ses tentatives de réconciliation « de son approche fondamentale » « avec l'évolution du cours boursier, entendu dans le sens où « le marché a toujours raison ». Ce processus peut être caractérisé comme une tentative de réconciliation des institutions cognitives.

Il permet d'analyser la mise en œuvre des méthodes académiques théoriques d'évaluation. La mise en œuvre de méthode d'évaluation fondée sur l'actualisation de flux de trésorerie conduit inmanquablement à des demandes de précisions sur les modalités de détermination du taux d'actualisation. « *Je me fous du bêta observé, car le bêta observé... Pour x ou y raison, les boîtes d'agroalimentaire peuvent avoir une volatilité élevée et donc un bêta élevé, et inversement pour les télé. Or...* », déclare un analyste chevronné (AS19). Trop générales ou (trop pointues), ces méthodes ne permettent pas forcément de s'adapter à des circonstances diverses ou spécifiques, comme la volatilité des cours des moyennes

capitalisations, la prise en compte de certaines informations difficilement diffusables comme l'évaluation des dirigeants. « *C'est notre ancien patron qui avait fait cela. On fait une méthode de scoring, on avait des facteurs sur les marchés (en croissance ou pas), sur la stratégie de la société, là on mettait le management, le critère d'endettement, le positionnement sur le marché (leader ou pas).* » (AS17). Les analystes vont alors construire leurs propres règles ad hoc.

La réflexion sur les modes opératoires des institutions participe à l'introduction du caractère agentique de l'analyste financier. Encadré dans la formulation de son jugement par un certain nombre de référents institutionnels cognitifs, l'analyste participe à la construction de « ce que le marché pense ». L'analyste conserve cependant sa réflexivité, comme le démontre son utilisation du consensus, au sens où l'analyste opère une lecture au second degré. « *C'est-à-dire qu'avant les publications de résultats, il y a des gens qui disent, "j'ai ça comme chiffre, mais je pense que ça va être nettement mieux". Donc, quand la société sort ses chiffres et fait nettement mieux, vous pensez que le cours va monter, eh bien non, car que le "nettement mieux" correspond au whispered consensus et non au déclaré, et non non... C'est pour cela qu'il faut savoir décortiquer tous ces machins-là, ces petits bruits. On est beaucoup plus sur le terrain que derrière un écran, ici (...). Et puis, il y a aussi le mec qui ne veut pas changer ses chiffres car il a un neutre, et il y a le mec qui est positif, qui met une prévision de résultat le plus bas possible pour pouvoir dire le jour où ça sort, "voilà, je vous l'avais dit, ce sont les meilleurs".* » (AS19). Cette recherche ne mobilise cependant pas le concept d'agency dans toute son ampleur, en montrant comment l'analyste peut arriver à imposer sa structure de pensée. Le cas proposé à cet effet permet surtout de pointer l'importance pour l'analyste de l'accès au marché.

L'horizon temporel très court des marchés financiers nécessite en effet un « accès » en continu au marché, jugé indispensable pour saisir des interprétations plus conjoncturelles et moins stabilisées que ne le sont les référents institutionnels. En raison de leurs particularités économiques, l'analyse des « échanges » entre les analystes financiers et leurs clients, « en les considérant comme des faits sociaux » peut se révéler féconde. La nouvelle sociologie économique apporte un cadre d'analyse, relatif à la construction sociale des marchés ainsi qu'à la question de l'encastrement qui permet de saisir cette nécessaire adaptation du jugement des analystes financiers sell-side.

3.2.3. Les référents conceptuels de la nouvelle sociologie économique, en termes de dispositifs de construction sociale des marchés financiers et d'encastrement des relations marchandes

S'inscrivant dans la filiation des travaux en sociologie économique de Durkheim, Pareto et Weber, « la nouvelle sociologie économique », que caractérisent par les travaux de Granovetter, poursuit la question de l'articulation de la sociologie et de l'économie au travers de l'étude du rôle des institutions sur les comportements économiques et d'une théorie de l'action (Steiner, 2005). Une allusion à la diversité de ce courant théorique est effectuée à l'occasion de l'étude du concept d'encastrement, qui en constitue le socle théorique.

Cette présentation se centre ensuite sur la sociologie économique du marché. La remise en cause des hypothèses théoriques de fonctionnement des marchés, en particulier celle de l'existence ex ante d'une qualité reconnue par tous, conduit la nouvelle sociologie

économique à s'intéresser aux dispositifs sociaux mis en place afin d'assurer les objectifs de coordination.

Le concept d'encastrement et ses différentes appréhensions

Différents abords de la socio-économie se structurent autour de la conception du concept d'encastrement, qui peut être appréhendé, selon l'approche originelle de Polanyi (1983/1944), selon le développement opéré par Granovetter (2000/1985) qui en fait l'assise théorique de la nouvelle sociologie économique, ou selon la lecture proposée par DiMaggio et Zukin (1990).

Une comparaison, qui n'a pour vocation que d'entrouvrir certains thèmes de débat, sera très rapidement réalisée entre les interprétations de Lavelle, Levesque et This-Saint Jean (2000), de Sweberg (2006) et de Steiner (2002)⁷². Ces interprétations divergent sur la perception de chacune de ces conceptions, ainsi que sur le marquage de leur préférence. Ces divergences soulignent les lignes de partage de l'appréhension de la sociologie économique, démarche critique ou approche visant à étudier les facteurs sociaux, indispensables à la coordination marchande (Cusin et Benamouzig, 2004).

La conception originelle de « l'encastrement » de Polanyi

Les travaux de Polanyi (1983/1944) constituent la première référence, mais également la plus discutée, du concept d'encastrement. Ce concept est introduit dans son ouvrage *La grande transformation*, dans lequel il relate comment, à partir du milieu du XIX^e siècle, les systèmes de marché ont pris leur autonomie vis-à-vis des institutions sociales, religieuses ou politiques (p. 101).

Sous l'impulsion des théories économiques libérales, ces systèmes ont alors exercé leur domination sur la société, conduisant à une très forte progression des écarts de richesse. Polanyi en décrit les conséquences dramatiques et la profonde désorganisation sociale qui en résulte. Cet ouvrage cherche ainsi à expliquer comment le « désencastrement » de l'économie a pu conduire, au début du XX^e siècle, à la montée des régimes fascistes et nazis, analysés comme des tentatives de reprise en main de l'économie par le politique. La « destruction » de la civilisation du XIX^e siècle provient ainsi, d'après Polanyi, « des mesures adoptées par la société pour ne pas être anéantie par l'action du marché autorégulateur », destruction hâtée par les guerres mondiales (p. 320).

Dans l'article paru en 1985, Granovetter (2000/1985) critique Polanyi au regard de l'approche qu'il juge trop dichotomique entre des sociétés primitives, dont l'économie serait encadrée, et des sociétés occidentales, caractérisées par une autonomisation de l'économie. Il insiste ainsi sur l'existence d'un encastrement de l'économie, quel que soit le type de société. Dans l'introduction de son ouvrage publié en 2000, Granovetter répond aux critiques adressées par des socio-économistes français sur sa lecture de l'œuvre de Polanyi, en reprenant sa conception plurielle de l'action économique.

⁷² Ce sujet a donné lieu à une très nombreuse littérature au regard de laquelle nos développements peuvent paraître bien sommaires. Cf. notamment *Avec Karl Polanyi, contre la société du tout marchand*, Revue du MAUSS, n°29, 1^{er} semestre 2007.

Pour Polanyi, l'action économique intègre ainsi, outre la fonction d'échange caractérisant l'économie de marché, la fonction de redistribution caractérisant l'économie non marchande, ainsi que la fonction de réciprocité, caractérisant l'économie non monétaire. L'action économique est encadrée, mais, selon ses fonctions, la nature de l'encastrement diffère. L'existence de la redistribution publique témoigne d'un encastrement de l'économie dans la politique, l'existence de relations de réciprocité traduit un encastrement de nature culturelle (Laville, Levesque, This-Saint Jean, 2000). Pour Laville et *alii* (2000, p. 14), Polanyi désigne par encastrement, « l'inscription » de l'économie dans des règles sociales, culturelles et politiques qui régissent certaines formes de production et de circulation de biens et de services ». Cette conception de l'action économique contribue à nourrir des approches socio-économiques critiques, telles que celles développées par le Mouvement anti-utilitariste en sciences sociales, dont l'hypothèse fondatrice repose sur un abord « de l'action et de la concurrence économique comme un sous-ensemble enchâssé dans un contexte sociétal, fait de valeurs, de pouvoirs et de relations sociales » (Lallement, 1996, p. 215)

La conception réticulaire de « l'encastrement » développée par Granovetter, soubassement de sa théorie de l'action

Désirant construire une certaine théorie de l'action, Granovetter (2000/1985, p. 84) mobilise le concept d'encastrement en considérant que « les actions sont encadrées dans des systèmes concrets, continus de relations sociales ».

Il développe ainsi la conception d'un encastrement de nature réticulaire, intégrant un « encastrement relationnel » mettant l'accent sur les relations personnelles, ainsi qu'un « encastrement structural » mettant l'accent sur l'ensemble d'un réseau de relations (2000/1990, p. 208). Le premier niveau se fonde sur des liens interpersonnels définis par quatre dimensions : « une combinaison de quantité de temps, une intensité émotionnelle, une intimité ou confiance mutuelle, et des services réciproques » (2000/1973 p. 46). L'importance de ces liens est justifiée par le fait que « nous préférons obtenir des informations d'une personne en qui nous avons confiance que de nous satisfaire de la réputation d'un individu » (2000/1985, p. 89). Le second niveau se fonde sur le fait que l'action d'un individu dépend de ses interactions avec les autres acteurs et des interactions que ceux-ci entretiennent avec les autres membres du réseau.

Ce concept d'encastrement permet à Granovetter de définir une approche de l'action différente d'une conception « sous-socialisée », où l'acteur est considéré comme totalement indépendant de son contexte social, mais différente également d'une approche sursocialisée, où l'acteur met docilement en œuvre des valeurs ou des normes totalement intériorisées. Il dessine ainsi les contours de la « nouvelle sociologie économique » en insistant sur deux fondements. « Une action est socialement située et on ne peut l'expliquer en considérant des motifs uniquement individuels ». Par ailleurs, il s'oppose à une vision « réifiée » des institutions, qui conduirait à les appréhender comme des phénomènes externes et objectifs, et considère les institutions économiques comme résultant d'un processus de création sociale, tel que conceptualisé par Berger et Luckman (2006/1966) (Granovetter, 2000/1990, p. 203 et 208).

Ce concept permet également à Granovetter de préciser le rôle des institutions sur les comportements économiques. Les institutions ne permettent, en effet, pas forcément de

suppléer les déficiences du marché. Granovetter (2000/1990) insiste sur l'absence de liens linéaires entre encastresments réticulaires et résultats économiques, en illustrant notamment ses propos par les résultats de la recherche de Baker (1984). Cette dernière montre, en effet, comment des liens personnels peuvent être une entrave à la circulation de l'information (cf. ci-après).

L'approche de l'encastrement de Granovetter est analysée par Laville et *alii* (2000) comme un processus « d'étayage » sur des réseaux sociaux, permettant d'expliquer des choix d'itinéraires au sein d'une économie marchande. Pour Sweberg (2006), cette approche constitue la référence du concept d'encastrement.

La conception « sociologique » de l'encastrement proposée par DiMaggio et Zukin (1990)

La troisième conception de l'encastrement est portée par DiMaggio et Zukin (1990), qui, critiquant la nature purement « structurelle » de la conception de Granovetter, proposent une conception sociologique plus élargie de ce concept. Ils définissent ainsi « l'encastrement cognitif », en référence aux travaux en psychologie cognitive, mettant en évidence l'existence des structures mentales posant les limites de la rationalité économique : « l'encastrement culturel », par l'influence jouée par les représentations collectives culturelles ou religieuses, et « l'encastrement politique », en particulier les luttes de pouvoir.

Laville et *alii* (2000) analysent cet abord de l'encastrement comme une « imbrication » des phénomènes économiques et des réalités culturelles et politiques, dans un sens d'influence mutuelle sans codétermination. Sweberg (2006) récuse l'aptitude de cette approche à saisir le concept d'encastrement, dans le sens où elle n'intègre pas suffisamment la manière dont « l'intérêt⁷³ » peut conduire l'action (p. 10). Steiner (2002) l'intègre en articulant ces différentes natures aux objets d'étude de la socio-économie définis par Weber : « le fonctionnement de la configuration économique actuelle », « sa signification culturelle comme phénomène de masse » et « l'élucidation de son origine historique » (p. 37). Il met en évidence la complémentarité de ces natures, en montrant qu'aucune catégorie d'encastrement ne permet d'expliquer l'ensemble des phénomènes.

Rappelant les apports de l'encastrement réticulaire de Granovetter, en particulier en ce qui concerne son analyse des phénomènes de coordination et ses ancrages techniques et empiriques, Steiner (2002, 2005) développe les perspectives apportées par les travaux de Zelizer⁷⁴. Il souligne ainsi la manière dont ces travaux, sur l'assurance-vie et l'adoption, démontrent la façon dont les valeurs sont modelées par l'économie, tout en modifiant les relations marchandes. Il conclut également sur les travaux approfondissant la question de « l'encastrement cognitif ».

⁷³ considéré différemment de l'acception économique.

⁷⁴ Zelizer V. (1979), *Morals and Markets. The Development of Life Insurance in the United States*, New Brunswick, Transaction books, New Brunswick.

Zelizer V. (1985), *Pricing the Priceless Child. The Changing Social Value of Children*, Basic Books, New York.

Les perspectives d'évolution : « l'encastrement cognitif »

Steiner met l'accent sur la nécessité d'approfondir la question de « l'encastrement cognitif » rapidement abordé, selon lui, par DiMaggio et Zukin (1990) (2002, p. 37). La dimension cognitive, précise-t-il, regroupe à la fois « les informations à la disposition des agents, les compétences cognitives, c'est-à-dire la manière dont ils pensent le monde mais également les valeurs par lesquelles ils se représentent le monde » (2005, p. 104).

Steiner (2005) inscrit dans cette orientation les travaux de Callon, sur la « performativité » de l'économie. Ce dernier (2006) montre en effet comment la théorie économique, traditionnellement appréhendée comme un élément extérieur à la réalité qu'elle décrit, contribue à faire apparaître cette réalité (p. 7) en fournissant des « agencements socio-techniques », des dispositifs concrets de calculs comme des algorithmes de quotation, porteurs de l'approche d'efficacité des marchés (p. 19). Steiner (2005) intègre également les travaux portant sur la manière dont la théorie économique est utilisée à titre de légitimation ainsi que les travaux d'Orléan (1994) sur les croyances sociales.

L'importance et les particularités de la question de la connaissance sur les marchés financiers sont également considérées par Knorr-Cetina (2007) comme un objet central de recherche. Soulignant l'intensité et la valeur des échanges d'informations, qui émergent, pour partie, du marché lui-même, Knorr-Cetina (2007) souligne la manière dont ces échanges tissent des relations particulières, construisent et maintiennent les échanges marchands, tout en ne se superposant que partiellement. Ces conclusions renvoient notamment à la recherche réalisée sur les traders (Bruegger et Knorr-Cetina, 2002), qui conduit à distinguer deux formes de « commerce ». Une première forme correspond à des échanges classiques de titres et d'argent. Une seconde forme, qui peut se révéler prioritaire à la première, correspond à des échanges d'informations relevant d'une logique de dons réciproques.

Nous retiendrons de cette brève présentation du concept d'encastrement abordant les différents angles d'approche de la sociologie économique, les conceptions plus ciblées sur l'approche du marché. Deux orientations sont plus particulièrement mobilisées. Une première orientation développe le fait que les acteurs économiques sont également des acteurs sociaux, une seconde étudie la mise en œuvre, par les acteurs économiques, de modalités particulières de calcul (Cusin et Benamouzig, 2004).

Les dispositifs permettant d'assurer la coordination des échanges sur les marchés

La coordination des échanges sur les marchés peut ainsi être étudiée en considérant les facteurs sociaux indispensables à la confiance et à la coordination. Cusin et Benamouzig (2004) distinguent ainsi le rôle de l'encastrement structural et relationnel de l'encastrement institutionnel, juridique et politique ainsi que de l'encastrement culturel. Nous ne retiendrons que l'encastrement structural et relationnel, tel que développé par

Granovetter⁷⁵, eu égard à l'analyse qu'il permet des relations entre les analystes financiers sell-side et leurs clients.

La coordination des échanges peut également être étudiée à travers les « constructions économiques du marché » et la particularité des « dispositifs économiques » mis en place (Cusin et Benamouzig, 2004, p. 211).

La réalisation de la coordination par les facteurs sociaux : La question de l'évolution, sur les marchés financiers, du concept d'encastrement relationnel.

Les travaux de Granovetter (2000/1973) trouvent, dans la recherche réalisée par Baker (1984), une application aux marchés financiers. Baker (1984) étudie comment les traders, confrontés à l'incertitude, choisissent d'établir des relations de proximité et de travailler avec des partenaires de référence. Ils s'organisent ainsi sous forme de « cliques » (p. 119), fondées sur des relations personnalisées, et dont la taille ne peut donc augmenter. Baker (p. 194) démontre alors qu'en raison de ce type de structuration, tout accroissement de la taille du marché se traduit par une augmentation du nombre de « cliques ». Le réseau d'échange se fragmente, empêchant la convergence vers un prix de référence stable et engendrant, par là même, une augmentation de la volatilité.

Cette importance des relations personnalisées chez les traders va être remise en cause, quelques années plus tard, par les recherches de Knorr-Cetina (Bruegger et Knorr-Cetina, 2002 ; Knorr-Cetina, 2007). Cette dernière met ainsi en exergue l'importance du rôle « relationnel » de la technologie qui tend, selon elle, à supplanter l'approche interpersonnelle des réseaux⁷⁶. Bruegger et Knorr-Cetina (2002) montrent comment les relations entre traders se réalisent au travers de « systèmes conversationnels » technologiques où le « face-to-screen » remplace le « face-à-face » (p. 924). Le contenu de la relation se modifie, au sens où le processus d'intersubjectivité, repris de Schütz, se construit au travers de la structuration des « conversations » à l'écran, où l'unité de temps supplante l'unité de lieu. Les échanges doivent ainsi être synchrones, constants, au sens où c'est par l'écran que le marché est appréhendé. Ils doivent être réactifs tout en assurant la coordination d'une division du travail qui s'opère entre les différentes zones géographiques, au fur et à mesure de la rotation du globe.

La réalisation de la coordination par des dispositifs économiques particuliers

Les « dispositifs économiques » peuvent servir à organiser le marché, en permettant en particulier d'évaluer la qualité des biens ou services échangés et d'élaborer des normes. Ils peuvent également permettre de réaliser les opérations de « calcul économique », représentatifs d'un encastrement cognitif.

⁷⁵ L'approche structurale a également été théorisée par Harrison White (Cusin et Benamouzig, 2004 ; Steiner, 2006). Ce dernier a ainsi cherché à expliquer comment les marchés se forment et perdurent en proposant une analyse centrée sur les réseaux de producteurs. Cette approche ne convient donc pas réellement à notre recherche.

⁷⁶ « Moreover, network forms of coordination were at time deliberately bred out of financial markets with the help of technology » (Knorr-Cetina, 2007, p.7).

Sa remise en cause des hypothèses théoriques de fonctionnement des marchés, en particulier celle de l'existence ex ante d'une qualité reconnue par tous, conduit la sociologie économique à analyser les dispositifs d'évaluation de la qualité.

Cette orientation de recherche a notamment été mise en œuvre par Karpik (1989), à propos de l'étude des échanges économiques réalisés entre les avocats et leurs clients. En raison de relations asymétriques entre l'offre et la demande, au sein desquelles les clients ne peuvent séparer la bonne qualité de la mauvaise, les choix économiques se fondent sur le jugement et non sur le prix. S'ordonnant principalement autour d'une logique de qualité, ces échanges sont définis par ce dernier comme s'inscrivant dans une « économie de la qualité ». La coordination est alors réalisée par des « dispositifs de jugements » ou des « dispositifs de promesse » (Karpik, 1996).

Des « dispositifs économiques » de jugement pallient « l'absence de système d'informations publiques permettant d'identifier les qualités existantes » et « l'impossibilité avant la transaction, de connaître les singularités des services proposés » (Karpik, 1996). Ils permettent de résoudre les problèmes d'incertitude liés aux « singularités incommensurables des biens et services » et de « dissiper l'opacité du marché ». Ces dispositifs de jugement peuvent être classés selon le type de confiance mobilisée, personnelle lorsqu'il s'agit de réseaux, ou impersonnelle dans le cas du recours à des marques, des guides, des appellations ou des prix.

Les dispositifs de promesse sont, eux, établis entre les partenaires d'un échange donné et sont chargés d'apporter une certaine crédibilité (Karpik 1996).

Les dispositifs permettent également de percevoir la réalité économique. Callon et Muniesa (2003) mettent ainsi en évidence les dispositifs techniques qui rendent possible le « calcul », en permettant de « distinguer les différents états du monde et imaginer le cours des actions associées afin d'évaluer leurs conséquences » (p. 194). Rendre un bien calculable signifie pouvoir « le singulariser », l'inclure dans un espace de calcul, « le mettre en rapport avec d'autres produits placés sur la liste », « objectiver ses propriétés » (p. 203-205). Comme le précisent Cusin et Benamouzig (2004), « il ne s'agit plus, comme pour Granovetter, de s'interroger sur l'adjuvant social nécessaire au calcul mais de savoir ce qui rend possible le calcul » (p. 204). Cette approche sera plutôt développée en relation avec les dispositifs de nature institutionnelle, dans le sens où elle ancre fondamentalement les pratiques de l'analyste financier.

3.2.4. Les apports de la nouvelle sociologie économique à la compréhension du processus de formation du jugement de l'analyste financier

Les recherches appartenant au courant de la « nouvelle sociologie économique » vont être essentiellement mobilisées pour leur capacité à analyser conceptuellement la relation des analystes financiers avec leurs clients, élément important dans la formation de leur jugement.

Ces recherches permettent de mettre en évidence l'importance représentée par ces relations. L'analyse réalisée grâce aux théories sociologiques néo-institutionnelles a mis en évidence l'importance, pour les analystes, d'avoir accès au marché, et notamment

d'établir une relation directe avec les clients. Cet aspect est renforcé par l'étude des dispositifs sociaux d'évaluation des analystes par leurs clients.

Ces recherches permettent également d'étudier les dispositifs de mise en relation de l'analyste financier sell-side avec ses clients et d'analyser la nature de la relation en segmentant ces relations selon leur degré d'encastrement. Cette analyse de l'encastrement relationnel est effectuée dans la perspective rappelée par Granovetter (2000) en réponse aux reproches formulés par Bourdieu : « J'affirmais la nécessité d'observer la manière dont les séquences complexes et non linéaires d'interactions entre les individus engendrent des résultats différents et ce indépendamment de leurs normes et de leurs idées » (p. 37). Cette approche a ainsi vocation à compléter l'approche d'une formation du jugement institutionnellement encadrée, en montrant comment, localement, les déclinaisons s'opèrent.

Les dispositifs sociaux d'évaluation de la qualité de la recherche des analystes financiers

Les échanges économiques entre les analystes financiers sell-side et leurs clients présentent certaines particularités communes avec ceux qui existent entre les avocats et leurs clients. Les concepts développés par Karpik (1989, 1996) permettent d'étudier des dispositifs de construction sociale mis en place afin « d'équiper » cette relation et d'apporter aux acteurs les ressources cognitives dont ils ont besoin pour s'orienter. Les vecteurs de mise en relation, objet ou personne, permettent de sélectionner les analystes avec lesquels des relations de « face-à-face » vont s'instaurer.

Les échanges réalisés entre les analystes et leurs clients, actuels ou potentiels, s'inscrivent dans le cadre d'un rapport marchand. Ces échanges présentent cependant certaines particularités, qui les distinguent d'un fonctionnement marchand traditionnel. Il n'existe pas, en effet, de prix de marché pour ce service. La société de gestion rémunère la société de courtage par une commission sur le volume de courtage réalisé. Ce mode de rémunération, caractéristique des prestations commerciales, sert également à rémunérer la recherche réalisée par l'analyste financier. Par ailleurs, le contenu effectif de ce service de « conseil en investissement » peut varier selon les clients considérés. Sa qualité demeure ainsi difficile à cerner.

Les analystes financiers font ainsi l'objet d'évaluations dans le cadre de dispositifs de jugements, comme les prix, qui leur sont annuellement décernés. *Tout visiteur arrivant dans le hall des sociétés de courtage ne peut d'ailleurs manquer de remarquer l'exposition de ces prix, tout en jetant un coup d'œil distrait à la chaîne de télévision Bloomberg, diffusée en continu.*

Par ailleurs, à l'occasion de la répartition de leur courtage, conduisant à l'établissement de leurs liens commerciaux futurs, les sociétés d'investissement procèdent à une notation des analystes, des vendeurs et des traders appartenant aux différentes sociétés de courtage. Cette notation représente un dispositif de « promesse ». À une question portant sur « les conditions de réussite dans ce métier », le troisième analyste financier sell-side rencontré répond : « Il faut avoir plus raison que tort et être bien perçu par les clients finaux et les vendeurs, car, ici, les vendeurs sont nos premiers clients (...). Oui, chaque société, en interne, a des procédures de vote dans lesquelles les analystes buy-side ou les gérants classent les analystes qui les appellent. Ce classement peut se faire tous les trimestres ou tous les ans. Ça, c'est des procédures

internes aux sociétés de gestion. À l'issue de ces mesures, elles vont décider d'accorder des commissions à tel ou tel broker. Il y a d'autres concours, des procédures de notation faites par des organismes externes, qui vont sonder les clients et leur demander quel analyste ils considèrent comme le meilleur dans un secteur. » (AS3). Cet extrait est représentatif du degré d'intégration de cette évaluation, d'autant plus perceptible que, réalisée par les clients, elle est assimilée à une évaluation « interne ».

Ces dispositifs résultent d'une construction sociale qui porte en elle d'importantes dimensions normatives. En transposant les travaux de Karpik (1989, 1996), si les « dispositifs de jugement » sont plutôt représentatifs de « préférences », les « dispositifs de promesse » peuvent se traduire par une forte sanction sociale, l'arrêt des courtages. L'un comme l'autre, ces dispositifs sont représentatifs de la manière dont la performance de l'analyste est évaluée et donc des objectifs cognitifs, voire éventuellement non cognitifs, qui lui sont assignés.

Les dispositifs de promesse, équipant les échanges entre analystes financiers et leurs clients, se distinguent en raison de leur importance mais également en raison de leurs caractéristiques. Ils reposent en effet sur des critères divers, qualitatifs et laissés à la discrétion des différents clients, malgré l'existence d'une formalisation légalement obligatoire au sein de la société d'investissement.

Ces dimensions soulignent l'importance des « relations-rencontres » entre les analystes financiers et leurs clients, en termes d'adéquation de l'offre et de la demande et conduiront à inscrire les modalités d'évaluation dans les entretiens réalisés avec les gérants et les analystes buy-side. Elles rejoignent également l'importance donnée aux clients, par les analystes financiers, en tant que modalités d'accès « au marché ». Ces relations peuvent alors être appréhendées comme des « espaces » participant à la construction du jugement.

Les dispositifs de mise en relation, de nature relationnelle

Cet aspect relationnel transparait également nettement dans la mise en relation, qu'elle soit analysée par les analystes sell-side ou par les clients. Si les objets, tels que le consensus des analystes ou les études, participent en tant que vecteurs de diffusion, le rôle de vendeur, en tant que double intermédiaire pour les analystes et pour leurs clients, est alors prégnant. À une question portant sur les modalités de « repérage » des analystes, une gérante répond : *« On les repère parce que c'est là qu'interviennent les vendeurs. C'est parce que les vendeurs vous les amènent tout le temps. »* (G8).

Contrairement à ce qui se passe pour les traders (Knorr-Cetina, 2007), les échanges entre les analystes financiers et leurs clients demeurent empreints de forte connotation relationnelle de « face-à-face ».

L'analyse d'une relation analyste-client déclinant divers degrés d'encastrement relationnel

Les échanges entre les analystes et certains de leurs clients s'inscrivent dans un cadre d'imbrications relationnelles, fondées sur des attentes mutuelles en termes de formation du jugement.

Si les échanges oraux, des conversations se révèlent fondamentaux dans l'appréhension des interprétations réciproques, le degré d'encastrement relationnel semble néanmoins varier selon le type d'attentes. Cette partition, en matière de relation, a ainsi émergé d'une remarque du premier analyste buy-side rencontré appartenant à une très grande société de gestion, en réponse à une question portant sur ses attentes vis-à-vis des analystes sell-side : « *Pour moi, le moins important, c'est la recommandation qu'ils font sur une société et la justesse de la recommandation en fonction des évolutions ultérieures du cours. J'attache beaucoup plus d'importance à la qualité et à la sincérité de l'information qu'ils peuvent apporter.* » (BS1). Cette assertion, en rupture avec l'importance académique et professionnelle donnée à la recommandation, conduit à approfondir cette dimension.

Les entretiens sont alors recodés pour aboutir à la distinction de deux types d'attentes de la part des clients : des attentes qualifiées de procédurales, dans le sens où il est attendu de l'analyste financiers sell-side des modalités de raisonnement, et des attentes substantives, où l'analyste sera jugé sur la qualité de ses recommandations.

L'approche procédurale se caractérise notamment par un certain degré d'encastrement relationnel. Les liens interpersonnels, définis par Granovetter (2000/1973, p. 46) par quatre dimensions, « une combinaison de quantité de temps, une l'intensité émotionnelle, une l'intimité ou confiance mutuelle, et des services réciproques » (2000/1973, p. 46), se retrouvent, hormis l'intensité émotionnelle, dans les attentes exprimées par certains analystes buy-side et les gérants. Ces liens se développent avec le temps et demeurent des liens globalement « faibles » au regard de liens familiaux ou de franche amitié.

Le développement, avec le temps, de liens interpersonnels, permet de stabiliser la relation, en développant une adéquation effective favorable à une construction mutuelle des jugements. Les liens spécifiques conduisent ainsi des interactions privilégiées de nature dyadiques. Pour les attentes de nature substantive, la recherche de liens interpersonnels apparaît moins prégnante.

L'échantillonnage théorique semble moins déterminant pour cet aspect de l'analyse. Aucune correspondance précise n'a pu être établie entre les critères d'échantillonnage théorique des entretiens réalisés avec les gérants et les analystes buy-side, et les configurations relationnelles mises en évidence. Les partitions selon les rôles analystes buy-side/gérant, ou les modes de gestion active/benchmarkée ne conduisent pas clairement à un mode de relation donné. Les relations interpersonnelles transparaissent peut-être plus lors des entretiens entre les analystes sell-side et les analystes buy-side ou les gérants value. Mais là encore des distinctions s'opèrent selon les personnes. Le critère le plus distinctif serait l'ancienneté dans le métier.

Certains éléments recueillis lors des entretiens soulèvent également la question de l'encastrement relationnel entre analystes financiers sell-side et les directions d'entreprise.

La question de l'encastrement conduit, à travers le rôle donné à l'analyste en termes de recommandation, à soulever la question des rôles et des responsabilités respectives entre les différents acteurs : « *Il y a aussi le travers de saucissonner les responsabilités pour que le gérant ne soit responsable de rien* », explique le gérant d'une grande société de gestion. *Pour qu'il dise*

« ce n'est pas moi, c'est le buy-side qui m'a recommandé, il m'a fait une mauvaise synthèse » ou « le sell-side mauvais qui m'a recommandé une stratégie mauvaise. » (G6).

Une mobilisation de la question de l'encastrement structurel au titre de perspectives ultérieures

« L'encastrement structurel » transparait au sens où la connaissance « du marché », recherchée tant par les analystes financiers sell-side que par les analystes buy-side et les gérants, s'intensifie avec la capacité à entrer en communication avec des personnes susceptibles d'être à la connexion d'un nombre important de relations différentes et/ou d'être en relation avec des acteurs référents. Le positionnement au sein du réseau est à ce titre mentionné comme un élément crucial de réussite pour un analyste, faisant de lui un acteur incontournable, tant pour les investisseurs que pour les directions d'entreprises. *« Il faut qu'il ait la confiance des sociétés, des investisseurs. Il aura d'autant plus la confiance des investisseurs qu'il aura la confiance des sociétés, qu'il pourra les côtoyer, en emmener en road-show pour mieux les connaître. Et il aura d'autant plus la confiance des sociétés qu'il connaît bien les investisseurs et qu'il pourra les guider, les aider dans leur communication, leur donner des conseils, des suggestions... Savoir ce qui plaît au marché, ce qui est l'obsession permanente de toutes les sociétés cotées. Surtout si elles ne sont pas contrôlées. C'est ce cercle vertueux. Quand vous êtes dans un cercle vertueux, c'est assez confortable, quand vous n'y êtes pas, il faut y aller »*, explique un ancien analyste d'une grande société de courtage anglo-saxonne, devenu gérant (G1).

Cette orientation nécessiterait de cerner les caractéristiques des réseaux mobilisés, leurs nombres de connexions, influençant la diffusion de l'information, et leur degré de cohésion, « fonction de l'existence de structures normatives, symboliques et culturelles » (2000/1990 p. 210).

Cet aspect n'est qu'abordé dans cette recherche et peut constituer des perspectives de recherche ultérieures, dans le cadre d'une analyse du processus d'institutionnalisation, qui distinguerait les phases « d'habitation » voire « d'objectivisation », réalisées au cours des interactions avec les gérants et les analystes buy-side. Les objectifs de la recherche actuelle n'en constituent qu'un premier temps. Elles portent sur une compréhension du contenu tant cognitif que normatif de ces relations, souvent considérées comme de « simples » temps de transmission d'informations de l'analyste à ses clients.

Conclusion

Les développements de ce chapitre ont présenté comment le positionnement épistémologique interprétatif de cette recherche, situé dans une optique de compréhension, se décline d'un point de vue méthodologique. Nous avons ainsi tenté de restituer la progression du cheminement intellectuel emprunté lors de la réalisation de plus de cinquante entretiens, ainsi que lors de leur analyse, dans une perspective de Grounded Theory.

Cette analyse des entretiens a été réalisée en mettant en œuvre un processus de codage, articulant, de manière itérative, des processus d'induction et de déduction dont la théorie sociologique néo-institutionnelle et la nouvelle sociologie économique ont constitué les fondements théoriques.

L'articulation de ces perspectives théoriques contribue ainsi à structurer la compréhension de la formation du jugement de l'analyste financier sell-side, telle qu'elle émerge des entretiens réalisés.

La perspective sociologique néo-institutionnelle apporte ainsi des outils conceptuels permettant d'essayer de comprendre, et de spécifier, dans quelles mesures des pratiques institutionnalisées, diversement véhiculées, constituent tant des contraintes que des ressources pour la formation du jugement de l'analyste, notamment en permettant d'appréhender et d'anticiper les mécanismes de réflexion des autres acteurs. Ces pratiques institutionnelles encadrent et constituent, par ailleurs, des moyens de stabilisation et de réalisation des interactions locales.

Le recours à des recherches antérieures permet de corroborer et de préciser certaines dimensions demeurées parfois elliptiques dans les entretiens, notamment d'un point de vue historique. Ces recherches permettent ainsi de retracer « les origines » de certains référents institutionnalisés, voire de leur institutionnalisation, sujets périphériques à notre objet de recherche.

Ces référents ne se révèlent pas cependant complètement déterminants. Des incomplétudes opérationnelles rendent difficile la transposition stricto sensu de certaines théories. Des contradictions apparaissent entre les présupposés d'une recherche dite fondamentale, fondée sur des informations exogènes au marché, et l'importance d'accéder à des informations issues du « marché ».

La nouvelle sociologie économique permet alors d'analyser cet accès *intuitu personae* au marché, plus ou moins institutionnalisé par les systèmes relationnels mis en place mais dont le caractère personnalisé est rendu nécessaire par une recherche continue des significations partagées, à un instant donné.

Cette recherche tente également de comprendre dans quelle mesure l'analyste est jugé au regard de l'évolution du cours boursier et donc tente de saisir le degré de normativité imposé par le « marché » à l'égard des analystes. Ce degré peut être, dans un premier temps, appréhendé par l'étude des dispositifs qui équipent la relation et qui pallient les

particularités du rapport marchand existant entre l'analyste et ses clients. Ces dispositifs prônent une certaine approche de la qualité de la recherche et des attentes cognitives adressées aux analystes financiers. Leur étude permet de mettre en évidence une forte diversité de critères, de relativiser une formation du jugement des gérants qui ne s'élaborerait qu'à l'aune des informations publiquement diffusées, et de souligner l'importance d'un encastrement relationnel diversement décliné.

Le croisement du contenu des entretiens réalisés auprès des gérants et des analystes buy-side d'une part, et auprès des analystes sell-side d'autre part, permet ainsi de mettre en évidence des configurations relationnelles différentes, porteuses de dimensions normatives et cognitives spécifiques, pour la formation du jugement de l'analyste.

Synthèse et conclusion de la partie 1

Le premier chapitre a tenté de synthétiser les résultats des recherches afférentes à la formation du jugement, qui se sont plus particulièrement intéressées aux analystes financiers ou à l'ensemble des acteurs de marchés financiers. Ce processus de formation du jugement a, en effet, souvent été abordé de manière ciblée par les recherches en finance ou en comptabilité, en liaison avec les objectifs intrinsèques au champ d'études mobilisé, tels que l'efficacité des marchés ou l'utilité des informations comptables.

Cette synthèse, fondée sur une segmentation des recherches selon leur appréhension du futur, met en évidence deux grands processus de formation du jugement.

En contexte de risque, la formation du jugement de l'analyste financier est conçue comme un processus intrapsychique et probabilisable. L'analyste financier traite l'information afin de s'approcher d'une valeur fondamentale définie ex ante. Le processus « réel » se révèle cependant cognitivement biaisé au regard du modèle normatif bayésien. Dans le cas des conflits d'intérêts, les interactions avec les autres acteurs sont plutôt considérées comme des interférences. Dans le cas des comportements mimétiques, si les interactions avec autrui peuvent être rationnellement explicables, elles ne peuvent se généraliser sans obérer le système.

En situation d'incertitude, la formation du jugement de l'analyste n'est pas probabilisable. L'analyste financier interprète l'information et contribue à définir une valeur fondamentale qui se révèle ex post. Les interactions avec les autres acteurs se révèlent fondamentales.

Ces différentes recherches soulèvent des interrogations sur différentes phases du processus, sur les modalités de réduction de la complexité demandée à un analyste, sur la réalisation de sa modélisation, sur l'articulation de cette modélisation avec la formulation de sa recommandation.

Ces interrogations se déclinent en différentes questions afférentes aux catégories d'informations retenues, à la prise en compte des informations qualitatives, aux considérations intégrées dans les recommandations. Ce travail complexe expose l'analyste en raison d'une restitution publique, à la fois de son cheminement, à travers les études réalisées, et de son positionnement. Or, ce travail est aisément évaluable à l'aune de celui des autres analystes ainsi que de l'évolution du cours boursier.

L'abord des interactions apportées par l'économie des conventions, sous l'angle de création de sens, ouvre des perspectives sur les apports d'une prise en compte de la dimension de l'inscription sociale de l'analyste financier. Elle soulève notamment la question des modalités de partage de signification entre les analystes financiers sell-side, les vendeurs, les analystes buy-side, les gérants et les directions d'entreprises ainsi que la question de la répartition des rôles cognitifs, en particulier en matière de recommandation, entre l'analyste financier sell-side et ses clients.

La revue de littérature a conduit à énoncer la question centrale de recherche par une interrogation : « **Comment les analystes sell-side forment-ils leur jugement ?** », intégrant la dimension de l'inscription sociale de ces derniers.

Le second chapitre a développé la posture épistémologique et la méthode de recherche qui ont été retenues pour répondre à cette question de recherche. Le choix d'une posture interprétative, dans une logique de recherche de compréhension, s'est fondé sur sa faible utilisation par les recherches antérieures ainsi que sur le désir de « donner la parole » aux analystes financiers afin de faire éventuellement émerger une autre vision du phénomène étudié. La mise en œuvre de la méthode de la Grounded Theory, structurée par l'interaction de processus inductifs et déductifs, a conduit à recourir à la théorie sociologique néo-institutionnelle ainsi qu'à la nouvelle sociologie économique pour proposer une autre approche de la formation du jugement des analystes financiers et tenter de répondre aux interrogations soulevées.

Ces orientations sont développées dans la partie suivante, structurée par les deux sous-questions de recherche :

- **Comment l'analyste sell-side est-il amené à mobiliser différents dispositifs, véhiculant des orientations cognitives et normatives institutionnalisées ?**
- **Comment l'analyste se positionne-t-il vis-à-vis de cet encadrement institutionnel, notamment au travers des relations nouées avec ses clients ?**

La première sous-question de recherche a vocation à étudier la manière dont l'analyste est amené à mobiliser des orientations institutionnalisées de formation du jugement, diffusées par l'intermédiaire de systèmes relationnels, des systèmes symboliques ou des artefacts cognitifs. Il sera analysé dans quelle mesure ces orientations délimitent la formation du jugement des analystes sans toutefois la déterminer.

La seconde sous-question de recherche porte sur la manière dont l'analyste ajuste son jugement, se positionne vis-à-vis de ces dispositifs institutionnels, pallie leur incomplétude, essaie de saisir la manière dont le marché intègre les informations et intégrera, de fait, son propre jugement. La recherche d'une appréhension du marché conduit l'analyste à privilégier le cadre des relations avec ses clients. Il sera alors procédé à une approche plus « située », analysant la manière dont la formation du jugement s'ajuste localement selon les différents degrés d'encastrement relationnel.

Partie 2

Propositions d'une formation du jugement s'inscrivant dans un construit social



Introduction de la partie 2

Cette seconde partie s'inscrit dans la continuité de l'orientation développée dans la revue de littérature, relative à la nécessaire prise en compte des interactions lors de la formation du jugement de l'analyste financier sell-side. **Elle se donne un double objectif, consistant à proposer un processus de formation du jugement, intégrant de nouveaux ancrages théoriques, permettant d'apporter des éléments de réponse aux interrogations soulevées à l'issue de la revue de littérature.** Ces interrogations portent notamment sur les informations prises en compte, sur leurs modalités de traitement ou d'interprétation, sur le contenu des recommandations, sur les conditions et les circonstances d'élaboration du jugement.

Cette partie propose ainsi une étude du processus de formation du jugement des analystes financiers sell-side, qui articule le cadrage opéré à un niveau institutionnel et l'ajustement réalisé dans un cadre d'interactions locales et idiosyncratiques. Elle se structure en deux chapitres, répondant aux deux sous-questions de recherche.

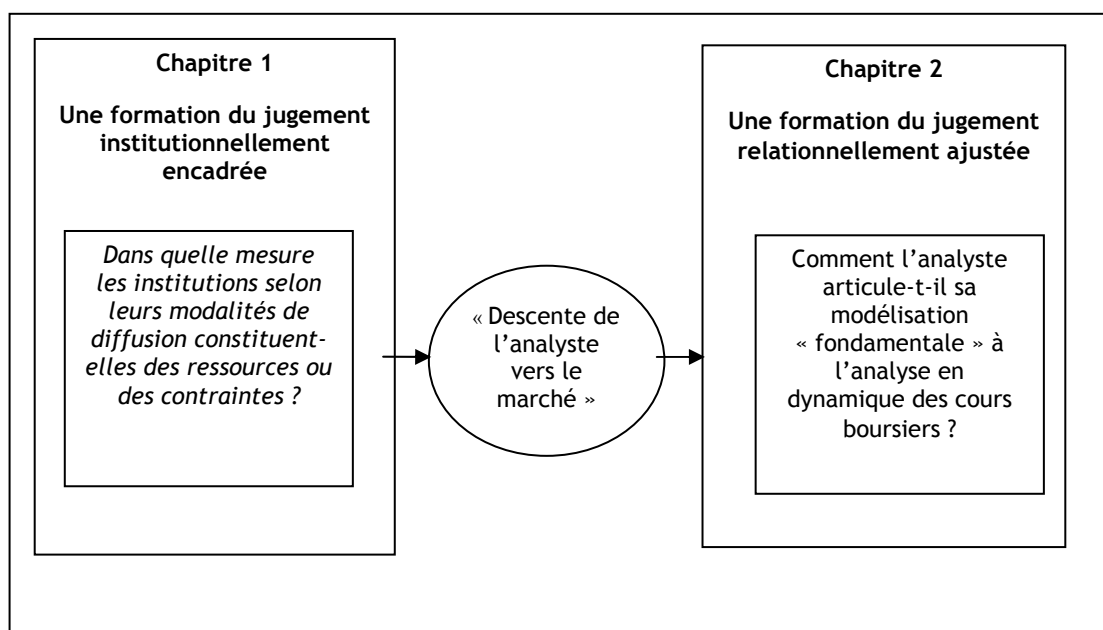
Le premier chapitre a trait à la manière dont la formation du jugement de l'analyste s'inscrit dans un processus institutionnalisé. Des pratiques présentant un certain degré d'institutionnalisation, de nature cognitive ou normative, encadrent le jugement de l'analyste, via différents vecteurs de diffusion. Les analystes financiers mobilisent ainsi des savoirs, des raisonnements acquis par l'intermédiaire d'une socialisation spécifique, qui leur permettent d'analyser et d'interpréter la réalité financière. Ils adoptent également des manières de faire, présentées à titre de référents. L'analyste financier est en effet confronté à des référents professionnels. Il appartient à des organisations présentant des particularités en termes organisationnels, qui conditionnent la réalisation de son travail. Il mobilise différents schémas d'interprétation et ne peut s'exonérer d'une prise en compte du consensus des analystes. Ce chapitre a ainsi vocation à montrer comment l'analyste financier sell-side, traditionnellement en relation avec les directions d'entreprise, est institutionnellement mis en relation avec les autres acteurs du marché. Tenant d'une approche dite « fondamentale », il se retrouve ainsi à devoir intégrer les approches des autres acteurs du marché.

Le second chapitre développe comment l'analyste se positionne vis-à-vis de cet encadrement institutionnel et ajuste diversement, mais concrètement la formation de son jugement aux soubresauts du marché financier. L'analyste financier sell-side se retrouve à devoir réconcilier, en dynamique, une certaine approche d'une vision dite « fondamentale » avec la vision du « marché ». Les institutions véhiculées ne le contraignent pas totalement, d'une part en raison de leur incomplétude, d'autre part en raison de leur difficile articulation. Si le « marché » demeure une réalité difficile à appréhender, chaîne ou réseau d'acteurs aux contours flous, sa vision se concrétise de manière éminemment tangible dans les cours boursiers. L'analyste se doit d'appréhender cette vision fugace, résultante d'interprétations différentes, d'horizons différents, en fonction de laquelle il devra se positionner.

Les relations avec les clients apparaissent comme une condition indispensable à la réussite de cet ajustement, d'une part en raison de leur importance en tant que maillon, mais également car, selon le degré d'encastrement, ces relations contribuent à façonner différentes configurations de la formation du jugement.

Au sein de ces chapitres, des éléments de réponses seront ainsi progressivement apportés aux interrogations développées ci-dessus. Ces éléments appuient les résultats de certaines recherches antérieures ou soulignent des dimensions jusqu'alors peu prises en compte.

Figure 16 - Rappel du cheminement de la partie 2



Chapitre 1

Proposition d'une formation du jugement institutionnellement encadrée

Introduction

Ce chapitre a vocation à mettre en évidence comment, lors de la formation de son jugement, l'analyste financier mobilise des modes de pensée institutionnels ou en voie d'institutionnalisation, de nature cognitive ou normative, véhiculés par différents supports.

Les institutions véhiculées constituent ainsi un apport de ressources cognitives à l'analyste, tout en posant un certain nombre de contraintes. Ce chapitre contribue à en mettre certaines en évidence, comme la référence à la valeur fondamentale, la manière dont le travail de l'analyste est circonscrit en référence aux principes de gestion benchmarkée, les modalités de choix des sociétés couvertes et des informations retenues en fonction de critères de marché, ainsi que la référence incontournable au « consensus des analystes ». Ces institutions se révèlent plus ou moins cernables, comme la césure opérée entre informations financières et non financières. Elles ne présentent pas toutes, non plus, le même degré d'institutionnalisation.

En nous inspirant de la classification proposée par Scott (2001), nous exposerons comment, par les modes de pensée institutionnalisés qu'ils véhiculent, les systèmes relationnels tissés entre sociétés de courtage et sociétés de gestion, les systèmes symboliques, supports des structures d'interprétation, et le consensus des analystes, en tant qu'artefact cognitif, vont contribuer à « façonner » le jugement de l'analyste.

En vertu des fondements théoriques de la finance et des normes professionnelles, **l'analyste financier, tenant institutionnel de la recherche fondamentale**, fonde sa compétence sur la collecte d'informations au sein de l'économie réelle ainsi que sur la mise en œuvre de méthodes d'évaluation académiquement reconnues.

Son appartenance à des structures organisationnelles, isomorphiques à celles de ses clients, insère, par ailleurs, l'analyste au sein de systèmes relationnels. Ces **systèmes véhiculant ainsi les principes de gestion benchmarkée**, développée en référence à la théorie des portefeuilles, vont orienter la manière dont l'analyste forme son jugement, par la division du travail opérée. **Conjugués à des systèmes symboliques référents**,

ils apportent des structures de comparaison et d'interprétation pour le choix et l'analyse des informations retenues, ainsi que pour l'élaboration et/ou la mobilisation de modèles d'évaluation.

L'intégration des travaux de l'analyste au « consensus des analystes » le situe lui-même au sein de mécanismes de comparaison et augmente son degré d'exposition publique à l'ensemble des acteurs du marché. **Le consensus, véritable artefact cognitif de dimension institutionnelle**, participe ainsi également à la construction du jugement de l'analyste par apport d'informations et de structures interprétatives.

1. L'analyste financier, tenant institutionnel de la recherche de la « valeur fondamentale »

Il est dévolu aux analystes sell-side le rôle de diffuser à l'ensemble de la communauté financière le jugement qu'ils portent sur les sociétés cotées. La légitimité de cette profession en devenir se fonde notamment sur un certain degré d'expertise résultant de la mobilisation de connaissances académiques. La recherche dite « fondamentale » se distingue par une collecte d'informations issues de l'économie réelle ainsi que par la mise en œuvre de méthodes d'évaluation adéquates. L'évaluation est ainsi censée s'opérer indépendamment des autres acteurs des marchés financiers et de la formation des cours boursiers.

1.1. La formation du jugement de l'analyste au cœur de sa légitimité

Si l'analyse financière est pratiquée en France depuis le XIX^e siècle par des « ingénieurs conseil » ou des économistes, le métier d'analyste financier est beaucoup plus récent. Jusqu'à la fin des années quatre-vingt, les analystes étaient essentiellement employés dans les banques, où la partition organisationnelle entre les différentes activités d'analyse – analyse de crédits ou de titres versus marché primaire ou marché secondaire – n'était que rarement effective. Ce métier était, à cette période, largement considéré comme secondaire (Kirchhof-Masseron, 2007). Chez les agents de change, peu d'analystes étaient alors présents, comme le confirme un analyste sell-side interrogé sur ses débuts : « *Il y en avait quelques-uns chez les agents de change, mais très peu. Cholet était un exemple. On avait un bureau surdéveloppé. On était quatre analystes. À l'époque, c'était prodigieux.* » (AS19).⁷⁷

La transformation des charges d'agent de change en sociétés de courtage et la création des sociétés de gestion comme entités autonomes vont conduire à la structuration actuelle. Le métier d'analyste de titres sur le marché secondaire est alors identifié en tant que tel. Les analystes financiers sell-side, présents dans les sociétés de courtage, ont comme mission de diffuser leur recherche à l'ensemble de la communauté financière, tandis que les analystes buy-side travaillent exclusivement pour leur organisation d'appartenance, les sociétés de gestion. Cette activité d'analyse peut être également exercée, pour compte propre, par les gérants de portefeuille⁷⁸.

Ce métier s'inscrit progressivement dans un processus de professionnalisation tendant vers une reconnaissance juridique de la compétence professionnelle des analystes financiers (Abbott, 1988).

⁷⁷ Ces codes correspondent aux interlocuteurs rencontrés (AS : analyste sell-side ; BS : analyste buy-side ; G : gérant). Ces codes sont identiques à ceux présentés dans la partie méthodologique, lors de la présentation des entretiens réalisés.

⁷⁸ Qui représentent environ un tiers des membres de la Société française des analystes financiers (SFAF) (cf. ci-après).

L'histoire de ce processus de professionnalisation est marquée par la création du « Cercle Pasquier » en 1956, précurseur de la Société française des analystes financiers (SFAF), qui regroupait à sa première réunion une dizaine d'analystes, principalement issus des grandes banques de l'époque. La création de cette association, en 1961, oriente l'analyse financière vers l'évaluation de titres, dans une logique de gestion de portefeuille. Lors du Congrès de Courchevel de 1962, la fonction d'analyste financier est ainsi précisée. Il incombe à l'analyste « de rendre objectivement explicable pour les actionnaires les raisons d'une politique de dividendes restreints ou d'un appel de capitaux » (Kirchhof-Masseron, 2007, p.4). En 1971, le président de la SFAF insistera sur la distinction entre l'analyste industriel et l'analyste financier en définissant ce dernier comme « un spécialiste de l'évaluation des titres émis par les entreprises dans une optique d'investissement de portefeuille⁷⁹ ». La reconnaissance institutionnelle de l'analyste financier se réalise progressivement. Elle se renforce avec l'évolution, ces dernières années, de la législation.

Le jugement de l'analyste financier s'exerce donc au regard d'une expertise qui lui est dévolue par des instances économiques et sociales eu égard au rôle qui lui est assigné. En « digérant » un corpus important d'informations et en les transformant en recommandations, il opère la transformation d'un « capital intellectuel » en « capital économique ». Il assure la liaison et, plus largement, crédibilise la relation entre ceux qui ont besoin de capital et ceux qui le détiennent, en « absorbant l'incertitude » (Fogarty et Rogers, 2005, p.341).

Cette expertise lui permet de se distinguer d'autres professions. Les propos d'une analyste financière sell-side, relatifs à la communication financière d'un grand groupe, illustrent ainsi cet aspect : « *Ils réunissent analystes et journalistes, ce qui fausse un peu le jeu des questions-réponses. Ce n'est pas un jugement de ma part, mais on n'a pas les mêmes intérêts.* » (AS4D).

Au-delà de l'aspect expertal, les normes de « jugement professionnel⁸⁰ » incluent également des normes comportementales, éthiques, déontologiques. La SFAF a ainsi posé des référents de formation. En 1967, elle crée le Centre de formation à l'analyse financière, dont les effectifs (24 stagiaires en 1968) enregistreront une augmentation appréciable à partir de la fin des années quatre-vingt⁸¹. Ils oscilleront, par la suite entre 200 et 460 stagiaires (en 2001/2002) en fonction des flux d'entrées dans le métier. Cette formation, sanctionnée par un diplôme professionnel, apporte des éléments de connaissance mais également de socialisation, comme le commente une analyste sell-side, responsable d'un bureau de courtage : « *Quand j'ai commencé, c'était un peu le parcours obligé. C'est vrai que cela apporte deux choses : une culture en finance et aussi un réseau. On est amené à rencontrer des analystes, des gérants.* » (AS4D).

La SFAF est également à l'origine des référents déontologiques consignés dans le code afférent de 1992, réactualisé en 2002. Ce dernier précise notamment les règles de

⁷⁹ Roger (B.), *Analyse financière*, 1^{er} trimestre 1971.

⁸⁰ « Le jugement professionnel en vérification », ICCA (www.icca.ca).

⁸¹ Waël (J.G.), « Les mutations d'une profession. Aujourd'hui plus qu'hier et bien moins que demain », *Analyse financière*, décembre, n°2, 2001.

« présentation équitable des analyses donnant lieu à diffusion⁸² » et de « gestion de conflits d'intérêts⁸³ ».

Les textes réglementaires de ces dernières années ont fortement renforcé ces derniers aspects afin de faire face à de possibles remises en cause de la légitimité des analystes financiers (principalement sell-side). Ces règles ont été reprises par le règlement du Conseil des marchés financiers de 2002, par le Code de bonne conduite de l'AFEI-FBF⁸⁴ ainsi que par le règlement de l'Autorité des marchés financiers, qui définit précisément, à partir de 2005, les conditions d'exercice de cette profession. Ce dernier introduit notamment l'obligation d'une « carte professionnelle », délivrée directement à l'analyste financier ou par le biais de son employeur. Sa délivrance est soumise à un contrôle sur « l'honorabilité, la connaissance des règles de bonne conduite et la compétence professionnelle ».

Mais la réglementation, si elle y fait référence, détaille peu la notion de « compétence professionnelle ». Ces définitions soulignent, sous des formulations quelque peu différentes, la dualité de l'expertise de l'analyste, au sens où elle se caractérise par la mise en œuvre d'un processus (« la production d'analyse ») ainsi que par un point d'arrêt (« la formulation d'une opinion »). Est ainsi analyste financier toute personne :

- « produisant ou diffusant des recommandations dans l'exercice de sa profession ou la conduite de son activité ». Une « recommandation » correspond à « des travaux de recherche ou autres informations, recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs d'instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments, destinés aux canaux de distribution ou au public » (Source : le Code de bonne conduite AFEI-FBF sur la gestion des conflits d'intérêts en matière d'analyse financière) ;
- « ayant pour mission de produire des analyses sur les émetteurs faisant appel public à l'épargne, comportant la formulation d'une opinion sur l'évolution prévisible de leur situation économique et financière et, le cas échéant, du prix des instruments financiers qu'ils émettent ». (art. L 544-1, Titre IV, Livre V du Code monétaire et financier et art. 321-5 du Règlement de l'Autorité des marchés financiers 2005).

Ces définitions soulignent ainsi « ce que l'analyste doit faire » mais ne précisent guère « comment il doit le faire ». Si l'analyse d'une profession peut se réaliser par l'analyse de sa structure, Abbott (1988) s'intéresse plus particulièrement à la manière dont toute profession va asseoir sa légitimité sur une approche particulière du travail réalisé par ses membres. Il décompose ainsi le cœur de cette articulation entre professions et travail réalisé⁸⁵ en trois grandes activités : le diagnostic, l'inférence et le traitement.

⁸² Art. 321-125 à 321-127.

⁸³ Art. 321-128 à 321-130.

⁸⁴ Association française des entreprises d'investissement- Fédération bancaire française. Ce code reprend la directive 2003/125/CE du 22/12/2003 sur « la présentation équitable des recommandations d'investissement ».

⁸⁵ Il nomme ainsi ce lien « jurisdiction » (Abbott, 1988, p.20).

La reconnaissance du caractère professionnel du travail réalisé suppose de savoir conjuguer à la fois un certain degré d'initiation voire « d'ésotérisme » tout en étant capable de rendre compte du travail réalisé. Le règlement de la SFAF précise ainsi que « l'analyste veillera à se garder de toute recommandation ou objectif de prix inconsidéré et à préciser, en les argumentant, les hypothèses sous-jacentes à son évaluation. Il distinguera dans ses travaux ce qui est factuel et objectif en citant les sources de ce qui est hypothèse, interprétation et jugement personnel ».

Abbott (1988, p.52) souligne néanmoins la difficulté du degré de restitution des opérations d'inférence au tiers. Si cette opération apparaît trop transparente, elle ne constitue plus une protection vis-à-vis d'éventuels « outsiders ». Elle se doit donc d'être, en partie, inaccessible au « profane ». En revanche, un trop fort degré d'hermétisme rend la légitimation difficile.

La légitimité de la démarche se fonde également sur l'ancrage à des connaissances académiques.

1.2. L'importance de la phase « d'inférence »

Le travail de l'analyste financier peut être analysé au travers de la segmentation opérée par Abbott (1988) entre le diagnostic, l'inférence et le traitement. Ces trois opérations synthétisent de manière éclairante la manière dont les analystes financiers mobilisent et retraitent l'information.

La phase de « diagnostic » réalisée par l'analyste est souvent présentée comme la phase de collecte et d'analyse des informations aux moyens de méthodes d'évaluation. Pour Abbott (1988), elle consiste à transformer le problème présenté en un problème pouvant être analysé en accord avec le système de connaissances développé par la profession. Il se segmente en deux processus, celui de « colligation » et celui de « classification ».

Le processus de « colligation » consiste à se faire une idée globale de la société à analyser, en sélectionnant les informations, les hypothèses, les méthodes considérées comme pertinentes en référence à certaines règles. En fonction de ce détournage, qui oriente la manière de voir l'objet, s'opère le processus de « classification » selon les catégories prédéfinies. A contrario, la manière dont la société va être classée risque aussi d'orienter la sélection des informations.

La phase de « traitement » se résumerait, pour l'analyste financier, au fait de poser une recommandation d'achat, de vente... La vulnérabilité d'une profession se mesurant, d'après Abbott (1988 p.46), à la mesure des résultats, on pourrait en déduire un certain degré de fragilité des analystes. Leurs recommandations sont en effet facilement évaluables à l'aune des cours boursiers. Il a cependant été difficile à d'autres collectifs d'acteurs de prouver une meilleure fiabilité. Par ailleurs, nous verrons par la suite que la question se pose de savoir dans quelle mesure cette phase de recommandation relève des attributions de l'analyste ou de celles d'autres acteurs.

Ces deux phases sont mises en relation par la phase « d'inférence », qui consiste à évaluer le problème et les différentes possibilités de traitement. Cœur de l'expertise, elle articule « le savoir formel et l'efficacité pratique, les connaissances abstraites et les procédures concrètes, les classifications légitimes et les actions professionnelles » et se révèle très difficilement cernable pour les personnes extérieures à la profession (Abbott, 1988, p.49-50). Pour l'analyste, elle consiste à articuler sa modélisation, qualitative et quantitative de la société, avec sa recommandation. L'analyste est censé pouvoir exposer sa démarche sans la rendre trop facilement reproductible.

La suite de ce premier chapitre conduit à montrer comment l'analyste mobilise, lors de ses phases de diagnostic et de traitement, différents vecteurs d'institutions cognitives. Le chapitre suivant mettra en évidence les difficultés rencontrées par les analystes en raison de différentes indéterminations, liées à l'ambiguïté de l'information, à l'incomplétude des catégories existantes, à la difficulté d'application des méthodes théoriques, mais également à la mise en œuvre de la fameuse phase d'inférence, contrainte par des exigences institutionnelles difficilement conciliables en pratique.

1.3. Les fondements académiques

Les travaux d'Abbott montrent également comment les connaissances académiques peuvent s'articuler aux connaissances en action. Leur première fonction réside dans un apport de légitimité leur conférant une utilisation plus symbolique que pratique. C'est ainsi que la théorie financière pose les fondements de la recherche fondamentale sans toutefois apporter des solutions directement opérationnelles. Mais deux autres fonctions sont également distinguées, celles de recherche et de référent, sources de « régénérescence », comme a pu l'être « la théorie du portefeuille ».

1.3.1. Le primat théorique de « l'analyse fondamentale » sur « l'analyse chartiste »

Le lexique de la communication financière, réalisé par la SFAF et le CLIFF⁸⁶ en 2004, fournit une définition de la distinction communément réalisée entre les analystes mettant en œuvre une « recherche fondamentale » et ceux opérant des « analyses chartistes ».

La recherche fondamentale fait l'objet d'une définition approfondie spécifiant :

- le champ d'investigation : « l'étude des fondamentaux de l'entreprise, c'est-à-dire des divers aspects de son activité, technologiques, industriels, commerciaux, sociaux, financiers et organisationnels » ;
- la nature des informations utilisées, passées et futures, écrites et orales : « l'analyste financier effectue ce travail autant sur le passé de l'entreprise que sur ses perspectives, à partir de l'information qu'elle publie, des entretiens qu'elle lui accorde comme de toutes autres sources d'information extérieures appropriées » ;

⁸⁶ Cercle de liaison des informateurs financiers en France (CLIFF).

- l'importance de l'étude du secteur : « la situation et les perspectives de chaque branche de l'entreprise sont ainsi analysées » ;
- l'importance de la valorisation : « la partie purement financière fait l'objet de développements rigoureux s'appuyant sur de multiples ratios et agrégats présents et prospectifs. Largement fondées sur ces derniers, l'évaluation de l'entreprise ainsi que l'opinion et la recommandation boursière, sur lesquelles elle débouche le plus souvent, sont la conclusion de l'analyse fondamentale ».

L'analyse chartiste (ou technique) est définie comme « une analyse visuelle de graphiques et de cours d'indicateurs » permettant « de prévoir l'évolution d'actifs financiers sur des horizons de temps compris entre quelques dizaines de minutes et plusieurs trimestres ».

La césure principale entre ces deux approches est essentiellement marquée par l'origine, ou plus exactement, le champ des informations mobilisées, dites « exogènes au marché » pour l'analyse fondamentale, considérées comme « endogènes au marché », pour l'analyse chartiste. Les horizons temporels sont également censés être beaucoup plus courts pour cette dernière. Par cette césure, l'analyse fondamentale dispose d'un ancrage académique qui lui offre un support, certes pratique, mais surtout, fortement symbolique (Arnold et Moizer, 1984 ; Abbott, 1988).

Les tenants de l'analyse technique considèrent qu'il est possible de déceler, en étudiant une série de prix d'actifs financiers, des informations sur leurs modes de formation. Initiés par Dow, qui recherchait une explication historique des fluctuations des cours boursiers, les tenants de l'analyse technique fondent leur expertise sur le fait de pouvoir discerner les retournements de tendance des simples fluctuations (Berstein, 2000). La « théorie de Dow » fut notamment reprise par Elliott. Selon ce dernier, les marchés ne fluctuent pas au hasard, mais, reflets de l'inconscient collectif, évoluent selon une « loi universelle », qui régit notamment le mouvement cyclique des vagues des océans. Se fondant sur l'existence d'une telle analogie, il proposa une analyse de cette cyclicité par « fractalisation ». Chaque vague peut ainsi être décomposée en unités primaires, qui se succèdent, selon cette théorie, selon les principes de suites mathématiques comme celle de Fibonacci. Chaque cycle est ainsi composé d'un certain nombre de « vagues de correction » et de « vagues d'impulsion ». Cette théorie peut être considérée comme une application très intuitive, à la finance, de la théorie mathématique de Mandelbrot sur les objets fractals, permettant d'anticiper les variations extrêmes de cours⁸⁷.

Pour les tenants de l'analyse fondamentale, toute tentative de prévisions sur la base des cours passés est, au contraire, vouée à l'échec, en raison d'une évolution aléatoire des cours⁸⁸. En référence aux théories économiques et mathématiques qui lui servent d'assise, l'analyse fondamentale se donne comme objectif la recherche de la valeur « intrinsèque » des titres, définie avant l'échange et fondée sur des données de

⁸⁷ Mandelbrot (B.), Hudson (R.), *Une approche fractale des marchés*, Odile Jacob, Paris, 2005.

⁸⁸ Qui seraient plutôt, d'après les travaux de Bachelier, animés d'un mouvement brownien (Berstein, 1995).

l'économie « réelle »⁸⁹. D'après Rutterford (2004), ce concept de « valeur intrinsèque ou « fair value », appliquée aux titres financiers, apparaît pour la première fois lors de la « South Sea Bubble⁹⁰ » et sera reprise en période de relative déconnexion entre l'économie financière et l'économie réelle. Les analystes financiers sont donc censés savoir faire la part entre l'information ayant un véritable impact sur le cours boursier et le « bruit ».

1.3.2. Les références en termes de méthodes d'évaluation

L'approche d'une « valeur intrinsèque » fondée sur des dividendes futurs émerge, d'après Rutterford (2004), en Grande-Bretagne, à partir du milieu du XIX^e siècle, portée à la fois par les actuaires et les évaluateurs terriens, et par les économistes.

Brossant une large perspective historique du XIX^e siècle aux années soixante, Rutterford (2004) montre comment les débats, en termes de méthodes d'analyse, ont porté essentiellement sur le fait de retenir les dividendes ou les résultats comme indicateurs représentatifs de la valeur financière. Le choix empirique des méthodes, aux États-Unis et en Grande-Bretagne, a été essentiellement fonction du pays d'appartenance en raison de l'existence de différences nationales portant sur les politiques de dividendes, la qualité des comptes, la fiscalité tant personnelle que des sociétés et le taux de croissance après-guerre. Les Anglais étaient ainsi plus attachés à l'évaluation par les dividendes, rapportés dans un premier temps au cours de Bourse, puis à la valeur nominale des actions. Les Américains, en revanche, fondaient leur évaluation sur les résultats.

Progressivement, la notion de Price Earning Ratio (PER) s'impose. La méthode des comparables, dont fait partie le PER, articule le cours de l'action avec des indicateurs comptables. Le PER représente le nombre de résultats à réaliser par la société pour atteindre la valeur du cours de Bourse. Certains gérants recherchent alors les actions sous-évaluées par le marché présentant des PER bas, d'autres recherchant les PER élevés, gages d'une future croissance. Rutterford (2004) souligne ainsi l'écart ayant existé entre les méthodes empiriques retenues et celles prônées par la théorie financière. La détermination de la valeur intrinsèque comme actualisation des flux de trésorerie futurs ne commencera véritablement à être appliquée empiriquement qu'à partir de la fin des années quatre-vingt.

Or cette conceptualisation de la valeur intrinsèque émerge à la fin des années trente. Elle se fonde sur les travaux de J.B. Williams⁹¹ qui développe l'approche d'I. Fischer⁹² selon laquelle la valeur d'un bien est déterminée en actualisant les revenus anticipés. La valeur fondamentale d'une action peut ainsi être évaluée en réalisant la somme actualisée des dividendes futurs et de la valeur résiduelle, elle-même fonction des dividendes futurs (Berstein, 2000 ; Rutterford, 2004).

⁸⁹ Cf. développements de la revue de littérature.

⁹⁰ Vaste spéculation opérée en 1720 sur les titres de la société anglaise South Sea, détenant le monopole des échanges maritimes entre l'Amérique du Sud et l'Espagne.

⁹¹ Williams (J.B.), *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, 1938.

⁹² Fischer (I.), *The Rate of Interest*, Macmillan, New York, 1907.

L'influence de la politique de dividendes sur la valeur de la firme est par la suite contestée par Modigliani et Miller (1961) dans un article célèbre dans lequel ils démontrent la pertinence théorique d'un calcul de la valeur des actions, fondé sur une actualisation des flux de trésorerie futurs⁹³. Cet article est, à ce titre, cité comme référence par l'ouvrage de Copelan, Koller et Murrin, largement diffusé auprès des praticiens⁹⁴.

Les référents académiques permettent d'asseoir la légitimité de l'analyse fondamentale sur l'analyse chartiste et s'emploient à définir les méthodes d'évaluation de titres. Ils contribuent à façonner la vision d'un analyste réalisant son travail indépendamment du « marché ».

Ces référents académiques vont également influencer sur la segmentation des métiers. Jusque dans les années soixante, la partition entre le métier d'analyste et celui de gérant était essentiellement fondée sur le fait que l'un conseillait et diffusait son analyse alors que l'autre investissait. Le travail de l'un et de l'autre portait sur l'analyse de titres, individuellement considérés. À partir du développement de l'analyse de portefeuille, le positionnement entre ces deux métiers tend à évoluer. Les modifications de l'organisation et de la répartition du travail au sein des sociétés de gestion sont transposées dans les sociétés de courtage. Les relations entre ces deux types d'organisations vont s'instaurer selon des règles particulières, qui vont influencer le travail de l'analyste. Celui-ci devient alors spécifiquement « sell-side ».

⁹³ Nous ne développerons pas la question des différents modèles de valeur fondamentale, de leurs hypothèses, de leur réconciliation, renvoyant le lecteur aux cours dispensés au Collège de France, par le Professeur Roger Guesnerie.

⁹⁴ Copelan (T.), Koller (T.), Murrin (J.), *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, John Wiley & Sons, 1990.

2. La construction de « systèmes relationnels » isomorphiques, fondés sur les principes de gestion « benchmarkée »

Si l'appartenance organisationnelle constitue un premier cadre d'analyse de la formation du jugement de l'analyste sell-side, l'existence d'influences interorganisationnelles, entre les sociétés de courtage et les sociétés de gestion conduit à élargir ce cadre en étudiant la place des analystes sell-side au sein de cette configuration, ainsi que les impacts en termes cognitifs.

Véhiculant des modalités particulières d'analyse financière, ces systèmes relationnels diffusent des modes d'organisation qui interfèrent sur la division du travail opérée au sein des sociétés de courtage, resserrant, notamment, les interactions cognitives entre les analystes financiers et les vendeurs. Ces systèmes relationnels définissent également les interlocuteurs réciproques, structurant les attentes et les interactions cognitives entre les analystes sell-side et leurs clients.

2.1. La structuration de leur « champ organisationnel » d'appartenance

Les sociétés de courtage et les sociétés de gestion résultent d'une modification profonde des conditions d'exercice des métiers réciproques. Auparavant réalisés au sein d'établissements de crédit, (banques d'affaires ou de réseaux) ou chez des agents de change, les métiers de gérants et d'analystes sell-side vont progressivement acquérir une reconnaissance institutionnelle, à la faveur d'évolutions législatives.

Moteurs ou simples vecteurs de changement, ces évolutions législatives s'opèrent dans des contextes de montée en puissance des investisseurs institutionnels, de diffusion des modes de gestion venus d'outre-atlantique, de changements technologiques et financiers. Elles se traduisent par la mise en place de structures juridiques indépendantes mais institutionnellement organisées.

2.1.1. Les particularités de ce « champ organisationnel »

L'appréhension du travail de l'analyste financier sell-side et de la manière dont s'élabore son jugement a été étudiée à partir de son organisation d'appartenance⁹⁵, la société de courtage. À titre d'exemple, la recherche Galanti (2006) sur les impacts, en la matière, des modalités de rémunérations s'inscrit dans ce cadre.

Les sociétés de courtage apparaissent néanmoins fortement articulées aux sociétés de gestion. Cette articulation résulte notamment de l'influence des instances de régulation et des associations professionnelles. Elle conduit ainsi à inscrire cette recherche dans

⁹⁵ Cf. notamment les travaux de Galanti (2006) sur l'impact des modalités de rémunérations.

une perspective de « champ organisationnel⁹⁶ », tel que défini par DiMaggio et Powell (1983), en étendant les frontières du « champ » retenu par Kleiner (1999), qui s'est surtout attaché à l'étude des sociétés d'investissement.

Ces organisations sont liées par l'existence de « transactions », qui prennent la forme de contrats formalisés, comme les contrats de courtage, mais également par l'existence d'échanges. Ces derniers se concrétisent par la réalisation de formations dans le cadre des associations professionnelles ou par des mouvements de personnel fréquents entre maisons de courtage⁹⁷ et entre maisons de courtage et sociétés d'investissement. « *C'est partout pareil car les gens circulent. Les gens ont souvent fait plusieurs bureaux et les vendeurs aussi. Entre deux sociétés de Bourse, les pratiques sont semblables* », précise un jeune analyste (AS13). Pragmatique, un de ses collègues, plus ancien, confirme : « *Les analystes font un travail qui est vachement homogène d'une maison à l'autre. C'est-à-dire qu'un analyste qui travaille ici, vous le mettez chez F. ou chez C. ou chez E. dès lundi, il peut commencer à bosser tout de suite. Il est opérationnel immédiatement.* » (AS7G). Comme nous allons essayer de le montrer par la suite, en nous appuyant sur les travaux de différents chercheurs, la création de ce « recognised area of institutional life » (DiMaggio et Powell, 1983, p.143 ; Scott, 2001, p.83) résulte d'un processus de « structuration ». Différents dispositifs législatifs combinés au développement de « l'économie financière », à l'influence de groupes de réflexion et de pression, au développement des systèmes d'information, ont conduit à créer ces organisations en encadrant et en intensifiant leurs modalités d'interactions, en créant des outils et des artefacts cognitifs interorganisationnels communs, en les immergeant dans un même « système de signification » (Whitley, 1986 ; Berstein, 2000 ; DiMaggio et Powell, 1983 ; Scott, 2004).

La structuration actuelle de ce champ, en France, est fortement issue de mouvements d'intégration puis de désintégration des activités bancaires rattachées aux services de gestion de portefeuille et de courtage. Cette structuration, inscrite dans le Code monétaire et financier, résulte de décisions provenant d'instances de régulation, telles la loi Balladur du 22 janvier 1988 et plus particulièrement la loi de la Modernisation des activités financières (MAF) du 2 juillet 1996 et la loi de Sécurité financière de 2003, ainsi que des codes déontologiques, qui, de fait, ont modelé les métiers. Mais elle provient également de la transposition de travaux académiques en finance et de principes organisationnels appliqués outre-atlantique, inscrits également dans la législation. Les professions, mais surtout l'Etat en France, d'après l'analyse de Kleiner (2003), apparaissent ainsi comme des parties pleinement prenantes de ce processus.

L'étude de ce champ, au regard d'une perspective historique récente, permet d'essayer de comprendre la manière dont se sont structurés, de manière interactive, les métiers d'analyste financier sell-side, d'analyste financier buy-side et de gérant, notamment par l'adoption de structures organisationnelles comparables en termes de division du travail et d'orientation cognitive.

⁹⁶ « organizational field ».

⁹⁷ Une simple comparaison des différentes versions de l'annuaire de l'AGEFI suffit à mettre ce phénomène en évidence.

2.1.2. Des agents de change aux maisons de courtage

Jusqu'en 1987, les agents de changes détenaient, en tant qu'officiers ministériels, le monopole de la négociation des valeurs mobilières. Tout ordre de transaction devait ainsi être confié à une entreprise inscrite à la Chambre syndicale des agents de change, seule habilitée à mener des négociations. Les charges, vénales et héréditaires, faisaient l'objet d'un *numerus clausus*. Les frais de courtage étaient fixés par arrêté ministériel.

Ce monopole disparaît avec la loi Balladur du 22 janvier 1988, loi qui s'inscrit dans le processus « d'adaptation » du marché financier français face à la concurrence des places étrangères. Ce monopole avait déjà été supprimé par les Américains en 1975 et les Anglais en 1986. En France, cette suppression est, dans les faits, progressive, puisque ce n'est qu'en 1996, avec la loi sur la Modernisation des activités financières (MAF), que le libre accès est effectivement consacré (Godechot, 2001).

Une recomposition de l'offre induite par la loi Balladur du 22 janvier 1988

Les ex-charges d'agent de change, devenues des « sociétés de Bourse », se retrouvent confrontées aux obligations législatives de renforcement des fonds propres. Elles conduisent dans la plupart des cas à des ouvertures de capital. À la fin des années quatre-vingt, plus de la moitié des sociétés de Bourse, partenaires incontournables sur le marché secondaire, sont ainsi devenues filiales à part entière d'établissements de crédit. Ces derniers, tenants du marché primaire, espéraient ainsi avoir accès aux fameuses rentes de situation des ex-agents de change (Pinatton, 2006 ; Balley, 1992). *« Il y avait une législation particulière. Les banques se sont rendu compte que les métiers de l'intermédiation se développaient et étaient très rentables. Les agents de change avaient, eux, connu une crise boursière, le passage à toute l'informatique et il y avait des sociétés d'agent de change très mal-en-point qui ont été rachetées. Car, à l'époque, les frais de courtage étaient très très très élevés et donc c'était rentable »*, se souvient une analyste financière sell-side (AS4D).

La réalité s'est révélée quelque peu différente. Les premières ouvertures ont été réalisées à des conditions extrapolant l'activité réalisée entre 1983 et 1987, portée notamment par les retombées de privatisations engagées entre 1986 et 1988. Mais, dans le même temps, les sociétés de Bourse ont enregistré l'augmentation des charges liées aux évolutions techniques (cotation continue, informatisation...), induites par la réforme du marché financier, ainsi que des charges liées à leur développement commercial (développement des équipes d'analystes et de vendeurs) (Pinatton, 2006).

Dans le même temps, la libre négociabilité des courtages introduite par la loi de 1988 rendit les revenus des sociétés de courtage beaucoup plus sensibles aux variations de la conjoncture boursière et au renforcement de la concurrence. Les marges d'intermédiation, devenues intrinsèquement dépendantes des volumes réalisés, ont fortement diminué au début des années quatre-vingt-dix avec le retournement des marchés financiers. Dans ce contexte, le respect des ratios prudentiels s'est révélé parfois difficile (Balley, 1992).

Il s'est alors opéré une recomposition de l'offre, aboutissant à un mouvement de concentration, qui n'a cependant pas engendré une remontée des coûts d'intermédiation en raison de la morosité, à cette période, des marchés financiers⁹⁸.

La spécialisation des métiers induite par la loi de 1996

Les banques d'investissement vont se développer en articulant trois services financiers, de prise ferme et placement, de marché secondaire et de conseil aux sociétés, avec trois types d'instruments financiers (actions, produits de taux et instruments dérivés). Cette articulation transparait encore actuellement dans certains propos d'analystes financiers sell-side de grande maison : « *Allez voir X ou Y, car eux sont "equities", mais la partie Bourse sert à mettre en avant la division la plus importante chez eux : les taux d'intérêt (...). Allez voir Z. (...) Eux sont soumis à leur division phare que sont les options et les dérivés.* » (AS6F). Certaines maisons plus petites ont également leur spécificité comme l'explique un analyste couvrant les moyennes capitalisations : « *On a ici une dimension historique forte dans le domaine des obligations convertibles. Donc, on a élargi notre périmètre de valeurs suivies à un certain nombre de valeurs pour les besoins obligataires.* » (AS11).

Le développement de ces métiers devait cependant s'effectuer en opérant une segmentation de l'offre de services d'investissement. Si, à partir du début des années quatre-vingt-dix, les investissements nécessaires en « infrastructures » (structures commerciales, investissements informatiques...) sont circonscrits à une portion du circuit, cette spécialisation s'institutionnalise avec la loi MAF de 1996.

Transposition de la directive européenne sur les sociétés d'investissement de 1993, cette loi distingue six catégories de services⁹⁹, réception et transmission des ordres pour compte de tiers (qui permettra par exemple le développement du courtage en ligne), exécution des ordres pour compte de tiers, négociation pour compte propre, gestion de portefeuille pour compte de tiers, la prise ferme, le placement.

Cette loi régit ainsi les différents statuts, de négociateurs pour compte propre (dealers), pour compte de tiers, « brokers ou sociétés de courtage », de brokers-dealers, et de compensateurs pour compte propre ou de tiers (clearers), et impose la création d'entités morales distinctes des établissements de crédit d'origine¹⁰⁰. Les sociétés réalisant ces différents services sont ainsi regroupées sous un statut juridique unique : « les prestataires de services d'investissement ».

L'ancienne segmentation fondée sur les marchés est ainsi transformée en une segmentation fondée sur les métiers. Mais, afin d'éviter les conflits d'intérêts, elle impose, par ses articles portant sur les règles de bonne conduite¹⁰¹, l'obligation de mise en place et de respect de « murailles de Chine ». Pour les maisons de courtage, ces règles se traduisent par l'obligation de non-communication d'informations entre les segments

⁹⁸ *Le marché financier, structure et acteurs*, CFPB Revue banque édition, 2002.

⁹⁹ Art. 4 de la loi du 02/07/1996.

¹⁰⁰ Art. 7 de la loi du 02/07/1996.

¹⁰¹ Art. 58 à art. 61 de la loi du 02/07/1996.

corporate et les segments de courtage, intégrant ainsi les préconisations, en la matière, du code déontologique de la SFAF de 1992¹⁰².

Malgré la forte augmentation des volumes de courtage à partir du milieu des années quatre-vingt-dix, le développement des revenus de courtage ne permet pas de faire face à l'accroissement des coûts afférents, en raison notamment d'un renforcement des équipes d'analystes financiers sell-side face à la structuration des gérants selon le modèle anglo-saxon (Kleiner, 2003) (cf. ci-après). Il a pu alors apparaître tentant, pour certaines maisons de courtage, filiales de banques d'affaires, de « mutualiser » certains moyens et d'utiliser pour des opérations relevant du marché primaire, opérations fortement rémunératrices, les compétences développées sur le marché secondaire, notamment par les analystes financiers (Fleuriet et Simon, 2000).

Cette articulation porte en elle, en effet, le risque du franchissement de certaines frontières. L'accès aux investisseurs institutionnels dont dispose un courtier bien positionné sur le marché secondaire peut être utile pour proposer un service de placement d'actions renforçant les bonnes relations avec les émetteurs. Ces relations peuvent alors être mises à profit pour des opérations d'ingénierie financière, de fusions-acquisitions (Fleuriet et Simon, 2000). De manière laconique, un analyste financier très ancien dans le métier commente ainsi : « *C'est vrai que les banques françaises ont l'art et la manière de se mettre elles-mêmes au cœur d'un conflit d'intérêts qu'elles sont incapables de gérer. On le voit bien. C'est très français.* » (AS11K). L'obligation d'indépendance des analystes sell-side sera au cœur des nouvelles moutures des textes déontologiques et légaux des années deux mille, figurant dans le Code monétaire et financier, le règlement général de l'AMF ou dans le code déontologique de la SFAF.

2.1.3. La reconnaissance institutionnelle du métier de gestion d'actifs

Les sociétés de courtage ont comme clients les gérants de portefeuille, dont ils sont chargés d'exécuter les ordres d'achat ou de vente de titres, d'actions pour les cas qui nous intéressent. Le gestionnaire d'actifs ou gérant appartient à une société de gestion, chargée de gérer des fonds d'épargne collective (OPCVM), comme les SICAV ou les FCP¹⁰³. Il peut également avoir un mandat individuel, émanant d'un client particulier. Le gérant agit donc selon un « mandat de gestion » qui formalise l'obligation de « loyauté » du gérant vis-à-vis du titulaire du portefeuille et l'obligation de moyens donnés au gérant.

L'apparition du métier de gérant, en tant que métier autonome est, en France, relativement récente. Comme pour les sociétés de courtage, de grands changements s'opèrent à la fin des années quatre-vingt. Ils se traduisent par une forte structuration

¹⁰² Code selon lequel « lorsqu'un analyste est associé à une opération financière, il doit s'abstenir de faire usage d'informations confidentielles détenues dans le cadre de cette fonction (...) et ne doit pas prendre en considération sa connaissance d'ordres qui pourrait avoir une incidence sur la valeur concernée ».

¹⁰³ Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) émettent des actions et ont une personnalité morale. Les fonds communs de placements (FCP) sont une copropriété de valeurs mobilières sans personnalité morale.

d'un métier, réalisé jusqu'alors de manière plutôt informelle, au sein de trois grands opérateurs historiques dans ce domaine :

- les banques d'affaires, s'ouvrant de la gestion de fortune vers les entreprises ;
- les assureurs, offrant leurs compétences en gestion d'actifs à d'autres acteurs comme les caisses de retraite ;
- les banques de réseaux, élargissant leur offre de services des particuliers aux entreprises et aux institutionnels.

La gestion d'actifs, jusqu'au milieu des années quatre-vingt, apparaît comme un métier sans véritable reconnaissance institutionnelle et organisationnelle. Le département de gestion est un département annexe ou « auxiliaire », faiblement structuré et contrôlé. Cette absence de reconnaissance organisationnelle est néanmoins le pendant d'une forte reconnaissance individuelle. L'exercice du métier tient beaucoup à l'individu qui le réalise, à son capital social et, surtout, relationnel (Kleiner, 2003).

Les changements financiers de la fin des années quatre-vingt se traduisent par une ouverture internationale conduisant à l'intégration des pratiques gestionnaires que les Américains ont mis en œuvre à partir des années soixante-dix et les Anglais à partir du milieu des années quatre-vingt (Whitley, 1986).

Kleiner (2003) identifie ainsi trois grandes sources d'évolution de l'ancien modèle :

- une montée en puissance des investisseurs institutionnels, en particulier des fonds de pension anglo-saxons, beaucoup plus exigeants en termes de suivi et de service ;
- la mise en place, par certains acteurs français, des modes de gestion américains et l'entrée des sociétés de gestion anglo-saxonnes sur le territoire hexagonal, telles que Goldman Sachs, Merrill Lynch et Citigroup ;
- l'informatisation et l'apparition de nouveaux instruments financiers plus sophistiqués.

Ces changements et leurs conséquences vont être portés par un groupe de travail, dirigé par Gérard de La Martinière¹⁰⁴, composé notamment de membres du Club des gérants. Ce club fut créé à l'initiative de chefs de départements de gestion d'actifs de grandes banques ou de grandes sociétés d'assurance, qui occupent, à l'heure actuelle, des postes importants dans les instances professionnelles ou dans les directions des grands établissements bancaires (Kleiner, 2003).

C'est sur la base du rapport issu de ce groupe de travail que la loi MAF définit l'activité de gestion d'actifs en entérinant les propositions de ce groupe de travail sur la création de sociétés de gestion indépendantes des autres services financiers¹⁰⁵. Ce principe

¹⁰⁴ Disposant, à l'époque, d'une carrière déjà bien établie en tant qu'ex-inspecteur des Finances, premier président du MATIF, cadre dirigeant d'AXA...

¹⁰⁵ Cf. art. 7 de la loi du 02/07/1996.

d'autonomie de gestion n'était, en effet, pas explicitement présent dans la directive (Kleiner, 1999). Sont ainsi créées les « Sociétés de gestion de portefeuille » (SGP), rassemblant et unifiant l'ensemble des services de gestion, rattachées à la COB.

Comme pour les sociétés de courtage, cette loi introduit l'obligation d'ériger des « murailles de Chine » séparant, au sein des organismes bancaires, les activités d'émission et de placement de titres sur le marché primaire (ou de conseil en fusion), des activités de gestion de titres sur le marché secondaire¹⁰⁶. Cette mesure a vocation à s'assurer que les gérants opèrent pour le compte de leurs clients – les investisseurs – et non pour le compte du corporate amené à placer les titres de ses clients – les sociétés.

Cette prise d'autonomie va se coupler avec une modification de la structuration de ces entités. Sont ainsi introduites les modalités anglo-saxonnes de gestion de portefeuille « structurées et normalisées ». Cette introduction sera couplée avec une nouvelle division du travail et avec de nouveaux modes de contrôle des gérants, par la mise en place d'évaluation de leurs performances au moyen de benchmarks (indices théoriques). Ces modifications s'opèrent dans un contexte d'ouverture de nouvelles formations en finance et d'afflux de jeunes diplômés, renouvelant ainsi la population des gérants (Kleiner, 2003) (cf. ci-après).

2.2. Une structuration similaire des maisons de courtage et des sociétés de Bourse, tant organisationnelle que cognitive

L'étude des déterminants organisationnels montre la manière dont les modes de raisonnement de l'analyste financier sont, de fait, coordonnés à ceux des autres acteurs. Ils doivent en effet s'articuler aux modes de raisonnements des gérants. Les principes de gestion benchmarkée conduisent les sociétés de gestion à adopter une certaine division de travail, des modes de pensée entre les économistes, les stratégestes, les analystes et les gérants. Cette division est reproduite dans les sociétés de courtage. Elle conduit à faire apparaître « l'analyste sell-side » et configure son mode de pensée en relation avec celui de « l'analyste buy-side ». Mais plus encore cette division conduit à opérer une articulation cognitive entre les analystes sell-side et les vendeurs. Présentée comme une manière d'arrimer au « fondamental », les vendeurs traditionnellement en prise avec le marché, elle représente également un moyen de sortir les analystes de leur « tour d'ivoire » et de les « arrimer au marché ».

2.2.1. Une articulation théorique entre les modes de gestion et les modes d'analyse

Le recours à l'analyse financière diffère selon le mode de gestion retenu. Selon le style de gestion, la société de gestion est plus ou moins susceptible d'utiliser l'analyse financière et donc de recourir ou non à l'analyste financier. Par ailleurs, le mode de gestion influe sur la manière dont l'analyste va étudier les sociétés puisque l'analyste va adopter un raisonnement en adéquation avec celui de son client.

¹⁰⁶ Cf. art. 58 à art. 61 de la loi du 02/07/1996.

La segmentation des modes de gestion d'actifs peut être effectuée au regard de la théorie financière, selon la réponse à la question de l'existence, ou non, d'écarts persistants entre la valeur fondamentale et les prix de marché, écarts que des gérants expérimentés pourraient repérer. C'est sur cette segmentation que se fondent les différents appels d'offres adressés aux sociétés de gestion.

En effet, la théorie, notamment développée par Markowitz¹⁰⁷ et Sharpe¹⁰⁸, conduit à sélectionner un portefeuille parmi des portefeuilles dits « efficaces », au sens où ils présentent une adéquation optimale risque/rentabilité, au lieu de chercher à sélectionner des titres particuliers.

Rechercher les portefeuilles efficaces consiste à évaluer leur risque respectif, fonction de la volatilité respective (ou de la covariance) des titres, risqués et non risqués, composant ces portefeuilles. Analyser toutes les combinaisons d'actifs possibles, en étudiant comment ils « covarient » entre eux, apparaîtra, très vite, fastidieux. Il se révélera plus simple d'évaluer la relation de chaque titre en fonction d'un « référent global », symbolisant l'évolution du marché. Le fait de diversifier les actions détenues réduit en effet le risque spécifique de chacune d'elle. Une partie importante de la volatilité restante apparaît ainsi comme le « reflet » de la volatilité du marché. Chaque titre sera ainsi appréhendé en fonction de la manière dont il amplifie ou atténue les variations de marché, symbolisées par un indice de référence (Gallais-Hamonno, 2003 ; Hirigoyen, 2003).

L'optimalité du portefeuille de marché, qui concrétise l'impossibilité de battre le marché, induit donc une gestion dite « benchmarkée », se référant à un indice de valeurs boursières. La référence à un indice peut néanmoins conduire à un large éventail de pratiques qui varient entre une gestion « indicielle » et une gestion « top-down », selon le degré de « passivité ou d'activité » retenu.

La gestion « passive », purement indicielle, se traduit par une réplique pure de l'indice. Cette gestion est considérée comme passive au sens où l'ajustement du portefeuille suit des règles strictes. Le choix de l'indice s'avère cependant fondamental. Un indice large (plus de 100 valeurs) se révèle moins risqué, mais également moins attrayant en termes de possibilités de croissance qu'un indice étroit (Boulier et Coignard, 2003). Par ailleurs, la stricte conformité à la théorie financière entraînant l'adoption, par tous les gérants, d'une gestion passive conduirait paradoxalement à de fortes crises de liquidité. Considérée comme « industrielle » et « économe », la gestion passive recourt à des logiciels d'analyse et de gestion. Elle est donc, par nature, quantitative et n'utilise pas d'analyse financière.

La gestion dite « indicielle tiltée » consiste à essayer de surperformer l'indice de référence ou à limiter le risque de l'indice choisi en essayant de privilégier certaines valeurs ou d'adjoindre des titres extérieurs. La marge de déviation par rapport à l'indice

¹⁰⁷ Markowitz (H.M.), « Portfolio Selection », *The Journal of Finance*, 1952.

¹⁰⁸ Sharpe (W.F.), « Capital Asset Prices : Theory of Market Equilibrium », *The Journal of Finance*, Septembre 1964, p.885-901.

demeure cependant extrêmement étroite. Les outils mobilisés restent fortement quantitatifs (Mijot, 2003).

En augmentant le « degré d'activité », on aboutit à la gestion « top-down », qui consiste à déterminer une allocation stratégique d'actifs, stable sur moyenne période, puis une allocation plus tactique. L'analyse s'établit en fonction de grandes variables macro-économiques (« top »), conduisant à privilégier tel secteur ou telle région du monde. Les valeurs sont donc appréhendées en fonction de leur appartenance géographique ou sectorielle et de leurs caractéristiques (cycliques...) et sont évaluées en relatif au sein de leur secteur ou pays d'appartenance (« down »). Il s'agit alors plutôt de renforcer ou d'alléger les positions sur tels ou tels titres sur la base d'une analyse qualitative.

Le rejet de l'hypothèse d'efficience informationnelle, et donc le fait de considérer l'existence possible d'écarts durables entre la valeur fondamentale et le prix de marché conduit à une gestion active, souvent réalisée en « stock picking ». Cette stratégie, généralement qualitative, consiste à rechercher des valeurs attrayantes en se fondant sur une analyse financière approfondie, privilégiant donc les données fondamentales. Elle conduit à une analyse en absolu des titres, dite « bottom-up », qui s'inspire des ouvrages référents de Graham : *Security Analysis*, écrit avec Dodd en 1934 (révisé en 1962) et *The Intelligent Investor*, écrit en 1949 (Berstein, 2000).

Deux catégories de gestion¹⁰⁹ actives opèrent en stock picking : la gestion « growth » et la gestion « value ». Elles se distinguent par des conceptions différentes de l'avenir.

La gestion value s'est développée, dans les pays anglo-saxons, à partir des années trente, en considérant l'existence d'une relative stabilité des cours sur longue période, en raison de l'alternance de mouvements haussiers et baissiers. Ce mode de gestion prône une évaluation fondée sur des données historiques et le calcul de référents moyens, permettant d'investir dans les sociétés largement sous-évaluées par le marché. Cette gestion a connu ainsi ses heures de gloire aux Etats-Unis entre les années trente et cinquante, puis au milieu des années soixante-dix, lors des phases plutôt « dépressives » des marchés boursiers. Graham et Dodd, puis Warren Buffet, en sont les figures référentes (Bierieg, 2000).

La gestion growth s'intéresse aux actions de sociétés développant une forte croissance à venir. Ces titres, aux prix généralement élevés, sont connus du marché, mais présentent de fortes perspectives d'évolution. La gestion growth prit son essor lors de la phase haussière des années cinquante aux Etats-Unis avec les actions de type IBM, Coca-Cola, Xerox. (Berstein, 2000 ; Rutterford, 2004).

Pour compléter cette vision d'ensemble, Il faudrait intégrer les segmentations pouvant s'opérer selon :

- le degré de capitalisation des sociétés suivies ;
- le positionnement vis-à-vis du marché. Les gestions « momentum » vont privilégier les actions, les secteurs, qui sont en vogue sur une période donnée. Les

¹⁰⁹ La question des hedge funds sera abordée au chapitre suivant.

gestions « contrariantes » vont se positionner en contre-tendance, en se détournant d'actions « reconnues » par le marché et en achetant des actions « délaissées ».

La partition, passif/actif, quantitatif/qualitatif et momentum/contrariant devrait permettre de mettre en évidence le recours, ou non, à l'analyse fondamentale. Plus une gestion se révèle active, qualitative et contrariante, plus cette gestion est censée recourir à l'analyse financière. Nous verrons par la suite que le recours à l'analyse n'est pas forcément synonyme d'un recours aux analystes financiers sell-side.

Par ailleurs les approches top-down ou bottom-up conduisent à des modes de raisonnement quelque peu différents. L'approche top-down conduit l'analyste à analyser la valeur en la comparant aux autres valeurs de son secteur d'appartenance. Une approche bottom-up conduit à une comparaison en absolu. Elles influent ainsi sur l'organisation du travail au sein des sociétés tant de courtage que de gestion.

2.2.2. La diffusion en France de la gestion benchmarkée, développée aux États-Unis

Entre les années trente et les années soixante, la concurrence entre les modes de gestion dans les pays anglo-saxons s'établissait entre la gestion value et la gestion growth.

À partir des années cinquante et soixante, les principes de diversification et de gestion du risque, issus de la théorie du portefeuille et de la théorie de l'efficience des marchés vont être opérationnellement déclinés. Dans la conclusion de son célèbre article sur l'efficience informationnelle, Fama (1991, p.1608) met en exergue les impacts importants des recherches sur l'efficience des marchés sur les pratiques professionnelles. Il cite ainsi l'adoption par les gérants de stratégies passives de gestion de portefeuille mais également l'introduction de mesure de la performance. Cette déclinaison ne fut cependant que progressive et elle ne peut se départir du contexte institutionnel, économique et technologique dans lequel elle s'est inscrite (Whitley, 1986 ; Berstein, 2000).

Les « nouvelles » théories financières, porteuses de nouvelles règles de gestion, vont apparaître, dans les années cinquante, dans un contexte de fort développement des marchés financiers américains et de leurs intermédiaires, tels que les compagnies d'assurance et les fonds de pension. Cette croissance se traduit par une augmentation du nombre de gérants et d'analystes, une organisation plus poussée de leurs tâches, une mesure des performances en raison d'une concurrence accrue (Whitley, 1986 ; Berstein, 2000).

La théorie moderne du portefeuille et le modèle d'évaluation des actifs financiers vont progressivement se diffuser aux États-Unis à partir des années soixante-dix, dans un contexte marqué par l'évolution de la législation sur les fonds de pension.

Entre 1968 et 1975, les marchés financiers américains enregistrent de très fortes fluctuations du Dow Jones, dont des chutes drastiques en 1969-1970 ainsi qu'en 1974. Cette année-là, dans ce contexte d'incertitude économique et financière, le Congrès vote

la loi ERISA¹¹⁰, loi portant sur les fonds privés de régime de retraite à prestations définies et destinée à protéger les salariés. Cette loi va contribuer à l'émergence une nouvelle norme de comportement prudentiel.

La norme comportementale « prudent expert » va progressivement remplacer celle de « prudent man » (Whitley, 1986 ; Montagne, 2000 ; O'Barr et Conley, 1992). Ce glissement, qui pourrait apparaître comme « purement » sémantique recouvre en fait une profonde modification des comportements (O'Barr et Conley, 1992). Le concept de « prudent man », fortement ancré dans la législation anglo-saxonne relative aux « trusts », a pendant longtemps été traduit en termes de « préservation du capital » et « d'averse extrême au risque » (Galer, 2002, p.49). Cette règle se traduisait notamment par l'interdiction d'investir dans certaines catégories de titres légalement circonscrites.

L'ERISA et surtout sa traduction par le Department of Labor, en 1979 (Montagne, 2000) introduisent un glissement interprétatif, d'une évaluation fondée sur les investissements réalisés, à une évaluation fondée sur les processus mis en œuvre. Le texte ne fait en effet plus référence à l'interdiction de titres en soi, mais renvoie au respect de procédures¹¹¹.

Les théories financières apporteront alors les outils attendus de mesure « objective » du risque ainsi que les procédures opérationnelles adéquates. Leur diffusion semble, cependant, plus lente. Si Whitley (1986) note le succès commercial des sociétés de bétas et de fonds indiciels dans les années soixante-dix, Bernstein (2000) insiste sur le caractère déterminant du développement des systèmes d'information, condition sine qua non de l'opérationnalité de ces théories. Il précise ainsi que les applications afférentes, sporadiques au début des années quatre-vingt, se sont surtout développées au cours des années quatre-vingt, aux Etats-Unis, et n'abordent l'Europe qu'au début des années quatre-vingt-dix. Cette analyse rejoint celle de Montagne (2006) concernant la diffusion de ces pratiques au sein des fonds de pension.

Le modèle théorique de gestion d'actifs repose sur l'hypothèse de stabilité des rendements attendus, permettant une adaptation aisée aux horizons des investisseurs. Cette hypothèse permet, en effet, d'extrapoler, par classe d'actifs, les rendements futurs à partir des rendements passés. L'application des principes théoriques est cependant contrecarrée, dans la réalité, par la variabilité des primes de risques, liées notamment à des modifications dans les degrés d'aversion au risque des investisseurs, aux « dysfonctionnements » des marchés financiers...

La gestion de portefeuille s'organise donc, dans la pratique, en distinguant deux phases : l'allocation stratégique et l'allocation tactique. La phase d'allocation stratégique du

¹¹⁰ Employee Retirement Income Security Act.

¹¹¹ ERISA, section 404 (a) (1) (c)

- « Choose from a broad range of investment alternatives (...) each of which has materially different risk and return characteristics »;
- « Give investment instruction with frequency which is appropriate in light of the market volatility (...) but not less frequently than once within three month period »;
- « Diversify investments within and among investment alternatives »;
- « Obtain sufficient information to make informed decisions ».

portefeuille est construite sur la base des rendements jugés « normaux », compte tenu des caractéristiques des investisseurs. Cette allocation stratégique conduit à la construction d'un benchmark, ou indice théorique, qui reproduit la performance potentielle de ce portefeuille. La phase d'allocation tactique permet des interventions sporadiques, destinées à corriger, à court terme, la phase d'allocation stratégique lorsque apparaissent des rendements « anormaux ». La valeur ajoutée du gérant se mesure alors en comparant, au regard du benchmark, les rendements de la gestion tactique qu'il va opérer (Davanne et Pujol, 2005).

La conformité au benchmark, aux pratiques communément en vigueur sur le marché et, plus globalement, au rendement moyen du marché, deviennent des références d'évaluation de la performance sur les marchés financiers américains. Par ailleurs, la mise en place de règles de contrôle interne, fondées sur une certaine division du travail entre stratégestes, analystes et gérants, offre une garantie nécessaire à la délégation. Ces règles perdureront, comme l'analyse Montagne (2000), avec l'apparition des prestations de retraite à cotisations définies. Ces systèmes, unissant contractuellement directement salariés et marchés financiers, mobiliseront d'autant plus ces règles comme symboles de confiance et de garantie.

En Europe, la gestion benchmarkée s'est considérablement développée à partir des années quatre-vingt-dix, comme le prouvent diverses enquêtes réalisées au début des années deux mille. Elles constataient, qu'à cette période, tous les types de gestion recouraient à un référentiel indiciel, de manière un peu moins forte, néanmoins, pour les gérants dits « fondamentalistes » (Jondeau, 2004 ; Aaron et alii, 2005). Cette diffusion est ainsi considérée comme l'évolution majeure du métier, comme l'exprime, sous une vision relativement critique mais explicite, une gérante qui a vingt-cinq ans de métier dans une grande société de gestion : *« Moi, quand j'ai commencé dans la gestion (en 1982), on ne savait pas ce que c'était qu'un benchmark, on ne regardait jamais le benchmark. On achetait une valeur car on pensait qu'elle ferait tant en performance absolue. On travaillait en performance absolue (...). Le benchmark s'est ensuite diffusé à partir des années 1988, 1989, 1990. Il y a eu ce que l'on appelle, entre guillemets, la dictature du benchmark. »* (G8).

La diffusion de la gestion benchmarkée s'est produite dans un contexte de marché haussier. À partir du milieu des années quatre-vingt-dix, les émissions et introductions en Bourse reprennent, notamment sous l'impulsion de la création du Nouveau Marché, des privatisations réalisées entre 1993 et 1997, de la morosité du marché immobilier. C'est à cette époque également que se construit le marché financier européen. Plusieurs gérants de grandes maisons soulignent ainsi l'apport, dans ce contexte, de cet outil de mesure des performances. *« C'étaient des périodes de marché haussier. Et il y avait cette obsession de l'étalonnage et celle de se positionner. Cela a correspondu à une énorme captation de capitaux gérés. Il faut voir ce que l'on a récolté. Tout le monde s'est mis à faire de la gestion. Et pour se différencier, on s'est mis à faire du benchmark (...). Pour se positionner dans un marché qui monte. C'est facile de dire " j'ai fait une performance formidable, j'ai fait 30 % ". Mais si on vous balance dans les genévives que le benchmark a fait 40 %... Je pense que le benchmark a été très prédominant dans le bull market entre les années quatre-vingt-dix et deux mille. Il a chaviré en 2001 »*, souligne l'un d'eux (G8).

2.2.3. **Les impacts de cette diffusion sur l'organisation du travail des sociétés de gestion et de courtage**

À partir de 1996, les sociétés de gestion, axées sur les « grandes capitalisations », transposent les principes de gestion de portefeuilles anglo-saxons et adaptent leur organisation (Kleiner, 1999).

Si quelques grands établissements bancaires français avaient, par le passé, filialisé leurs activités de gestion, c'est à cette date que le mouvement prend une singulière ampleur. Au cours des années quatre-vingt, les activités de marché avaient déjà pris leur autonomie, en termes de gestion du travail, vis-à-vis des activités plus traditionnelles des banques de détail. La création d'entités juridiques autonomes et l'arrivée de nouveaux salariés accélèrent ou renforcent le phénomène par de nouvelles définitions des contrats de travail, la généralisation de la variabilité des rémunérations, le recours accru à une mobilité plus externe qu'interne. L'ancienne « autonomie » du gérant se retrouve réduite par les procédures de gestion benchmarkée et par l'industrialisation du processus de gestion. Les tâches et des rôles sont précisément définis et découpés entre la recherche économique, l'analyse, le comité d'investissement et la construction du portefeuille (Kleiner, 2003).

Les sociétés de gestion, interlocutrices des sociétés de courtage, vont mettre en œuvre cette gestion benchmarkée dans un cadre de gestion sectorielle¹¹². Elles opèrent ainsi une division du travail entre les économistes, chargés des préoccupations macro-économiques, les stratégestes, chargés de l'allocation d'actifs par secteurs d'activité, les analystes financiers dénommés buy-side, chargés de l'étude de sociétés données et les gérants. Dans certaines sociétés de courtage, les gérants sont spécialisés sectoriellement et deviennent, sur le secteur dont ils ont la charge, les analystes buy-side des autres gérants. Le processus de sélection des titres se construit donc de manière top-down, du cadrage macro à l'investissement micro, du général au particulier.

Cette division s'inscrit dans la division théorique prônée par Markowitz, fondée sur trois phases, la détermination de la rentabilité d'un titre (« security analyst »), l'analyse des combinaisons d'actifs pour trouver les portefeuilles « efficaces » combinant de manière optimale risque et rentabilité (« portfolio analysis »), et le choix du portefeuille adapté au client (« portfolio selection ») (Berstein, 2000 ; Garrone, 1978).

Les grandes maisons de courtage vont se structurer en miroir aux sociétés d'investissement en adoptant une division du travail également top-down, entre les « économistes » chargés de l'appréhension des grandes variables macro-économiques, les « stratégestes », chargés de l'allocation d'actifs par secteurs d'activité, les analystes financiers dénommés sell-side, chargés de l'analyse de sociétés sur un secteur donné, et les vendeurs. *« L'équipe d'économie va dire : “voilà, le cycle va s'écrouler (...)”. Donc, les stratégestes parlent avec les économistes et se font une idée de ce que va être le dollar, la croissance européenne, la tête de la macro (...). Ensuite, ils vont redescendre et regarder les différents secteurs : “bon, l'économie va s'écrouler. On va jouer les défensives, celles qui sont les less cyclical, donc on va aller chercher les*

¹¹² Cf. ci-après sur l'évolution des indices de référence.

materials ou les utilities ou d'autres secteurs comme les infrastructures. Et ensuite, ils vont regarder ce que l'on dit, nous, dans les équipes (...) », explique ainsi un analyste sectoriel (AS6). Dans certaines grandes maisons, une accentuation de la division du travail conduit à la création des « analystes vendeurs », chargés de la vente de courtage sur un secteur donné. Ces processus de transformation peuvent ainsi être qualifiés d'« isomorphismes organisationnels » (DiMaggio et Powell, 1983).

Ces isomorphismes organisationnels, sociétés de gestion et sociétés de courtage, résultent ainsi de différents mécanismes. Comme le remarquent DiMaggio et Powell (1983), la distinction concrète de causes théoriquement identifiées est parfois difficile. Les isomorphismes décrits semblent issus à la fois des pressions formelles, issues de l'évolution législative, et d'actions normatives, portées par un phénomène de professionnalisation.

À l'instar de Whitley (1986) et Berstein (2000), Kleiner (1999, 2003) éclaire sur la conjugaison de plusieurs vecteurs d'institutionnalisation. Il note ainsi que l'évolution législative ne peut être la seule origine car, contrairement aux attentes de l'époque, c'est la loi MAF de 1996 qui a véritablement enclenché le processus et non la loi Balladur de 1988. Aux Etats-Unis, Berstein (2000), de manière plus anecdotique, et surtout Whitley (1986) mettent en exergue la manière dont l'enseignement de la finance s'est peu à peu diffusé dans le monde anglo-saxon ainsi que vers la France. Ils soulignent également l'importance des liens entre les « leaders » de ce « nouveau » monde académique que représente alors la finance, et les leaders de ces nouveaux professionnels que représentent les intermédiaires financiers. Ils illustrent ainsi les deux voies de diffusion des actions normatives menées par les professions, les réseaux et la création d'individus « interchangeables » (DiMaggio et Powell, 1983).

Ces évolutions vont ainsi conduire à développer l'analyse d'actions et à faire apparaître deux catégories d'analystes, les analystes sell-side et les analystes buy-side.

Une institutionnalisation progressive des analystes financiers, structurée entre analystes sell-side et analystes buy-side

La transformation des charges d'agent de change en sociétés de courtage et la création des sociétés de gestion comme entités autonomes conduisent ainsi à la structuration actuelle. Le métier d'analyste sell-side, plus développé à ce jour que celui d'analyste buy-side, partage ainsi avec celui de gérant, le fait d'avoir, relativement récemment, conquis sa visibilité institutionnelle.

« J'ai été sell-side, il y a longtemps et il n'y avait pas la distinction sell-side-buy-side. Je faisais un peu les deux. Je travaillais pour le corporate de la société, je faisais les introductions en Bourse et je travaillais pour la gestion, les gérants de SICAV. J'avais les deux casquettes », explique une analyste buy-side d'une grande maison de gestion (BS2R), mettant en évidence la question de l'appartenance des analystes aux structures à la fois vente et gestion. Un gérant, ancien analyste d'une grande maison anglo-saxonne insiste plutôt sur la partition marché primaire versus marché secondaire : *« On redevient des analystes pour les gérants alors que, pendant longtemps, les analystes ont été fortement utilisés pour les fusions-acquisitions. »* (ASG1.)

Les analystes financiers vont donc progressivement être rattachés à des structures spécifiques de gestion ou de vente¹¹³ ou de finance corporate.

Cette partition peut être expliquée par la mise en œuvre de la division du travail précédemment citée, mettant en évidence des rôles distincts entre un analyste financier, qui œuvre pour la totalité des investisseurs, et un analyste dédié à un type particulier de gestion. Un gérant explique ainsi : « *L'évolution de ces vingt dernières années, c'est la systématisation des objectifs assignés aux uns ou aux autres. Pour les analystes, c'est la précision qui a été donnée entre les sell et les buy, entre l'achat et la vente. C'est la finalité qui a expliqué cela. La finalité était soit de servir l'ensemble des clients quels que soient les objectifs, soit de définir une analyse qui soit conforme à des objectifs très particuliers de gestion. Si vous avez un analyste qui vous dit " je donne mon opinion quel que soit l'objectif ", vous le classez instantanément du côté vente. Et, pour l'autre, instantanément du côté achat. » (G5).*

Le développement des analystes buy-side est également considéré un moyen de prendre du recul vis-à-vis des analyses des analystes sell-side. « *Le gérant, il se fie plus à l'opinion d'un sell-side qu'à celle d'un simple buy-side. Mais le buy-side, il est comme un garde-fou vis-à-vis du gérant. Le gérant voit le buy-side tous les jours (...). Il lui dit : " Tout le monde me dit d'acheter L. Qu'est-ce que tu en penses ? Si j'achète L., est-ce que je vais faire mieux que le marché ? " Le buy-side va dire : " Oui, ils s'excitent tous, mais quand on regarde les six mois passés, on voit que... »*, exprime avec humour un analyste sell-side (AS6). Il peut également apparaître comme un moyen de prémunition contre les conflits d'intérêts auxquels se heurtent les analystes sell-side, comme l'explique l'une d'entre eux : « *Les gérants se sont dits " ils (les analystes sell-side) donnent un avis doublement biaisé, car au départ le but est de faire acheter ou vendre les titres, de faire faire du courtage et ça peut être biaisé aussi car cette société de Bourse appartient à une banque qui peut avoir des deals en cours avec les sociétés recommandées ". Donc, les sociétés de gestion ont décidé de se constituer des équipes plus ou moins étoffées d'analystes dits buy-side, qui sont censés avoir une vision objective, en tout cas dénuée de tout aspect commercial. » (AS4).*

Ce rattachement s'est réalisé avec des rythmes et des modalités différents selon les organismes bancaires d'appartenance. Une analyste buy-side d'une grande société de gestion précise ainsi : « *Moi, je fais ce métier de buy-side depuis 1998 et on était deux au début, au démarrage (...). Les gérants ont éprouvé le besoin d'avoir leur propre recherche interne. Mais cela peut évoluer aussi. Il y en a qui n'ont plus besoin de BS, et puis vous avez Fidelity avec une armée de BS qui ressemblent aux sell-side (...) par le nombre. On parle de cinquante ou soixante analystes, c'est énorme, mais ils ont les capitaux qui justifient d'avoir des équipes aussi importantes. On est dix buy-side pour dix gérants. Au début le rapport était de vingt gérants pour trois analystes et petit à petit on a baissé le nombre de gérants et on a augmenté le nombre d'analystes. » (BS2R). L'intégration, dans le processus de décision d'investissement, de l'analyse financière, soulève la question de l'alternative complémentarité/substitution des analystes sell-side ou buy-side.*

¹¹³ Certains organismes financiers pouvaient déjà avoir mis en œuvre cette partition dès la fin des années quatre-vingt.

Une « descente des analystes vers le marché » dans le cadre d'une coordination verticale des activités

La division du travail, précédemment décrite, entraîne inévitablement des questions sur les modalités spécifiques de coordination entre les différents acteurs et sur la manière dont ils vont respectivement s'inscrire dans le processus décisionnel d'investissement. En amont, l'analyste (ou le responsable du bureau) se coordonne donc avec le stratège, qui définit l'allocation des actifs par secteur, et ce d'autant plus que l'analyste appartient à un secteur à forte capitalisation relative. « *On essaie d'éviter de bouger sans avoir eu le temps de consulter le stratège (...). Dans l'énergie, les banques, il faut éviter que le stratège soit à la rue* », précise ainsi une analyste sectorielle. Mais c'est surtout vers l'aval que la question de la coordination a connu l'évolution la plus forte. Si le processus d'analyse relève intrinsèquement des analystes, les vendeurs et les gérants sont évidemment amenés également à se faire ou à transmettre une opinion sur les sociétés.

Ce processus a amené une interconnexion de deux univers vécus antérieurement comme distincts : celui des analystes sell-side ou buy-side et celui des vendeurs et gérants, les analystes analysant les informations émanant des directions d'entreprise et les vendeurs étant plus à l'écoute des fluctuations du marché.

Cette analyse est développée par des analystes, tant buy-side que sell-side, comme l'explique l'un d'eux : « *Il y avait deux métiers très différents : celui de l'analyste, qui avait une approche purement financière, mais sans se préoccuper le moins du monde – et s'était quasi-dégradant – de l'évolution du cours du Bourse au regard de ce qu'il considèrerait dans sa tour d'ivoire comme une valorisation donnée, et puis, il y avait des vendeurs qui auraient pu être au Carrefour du coin, vendre des pommes de terre (...). Aujourd'hui, on demande aux vendeurs d'intégrer un vrai savoir micro et macro. Je pense qu'aujourd'hui il y a une vraie interpénétration de ces deux environnements.* » (AS5).

En réponse à une question à ce sujet, un analyste buy-side de près de trente-cinq ans de métier souligne, après un long silence, la recherche de légitimité du métier de gérant par une articulation plus étroite entre la gestion des actifs et l'analyse financière, apportant ainsi une certaine garantie aux clients : « *C'est une demande de la gestion. Curieusement, les gérants, je crois, nous ont progressivement un peu attirés sur leur terrain (...). Ils nous ont demandé de compléter la connaissance qu'ils avaient, eux, du marché, qui est plus globale (...). Je crois aussi que c'est devenu une exigence externe, c'est-à-dire de la part des investisseurs qui confiaient leurs fonds à un établissement (...). Je pense que ces investisseurs ont fait pression pour que les analystes aient leur mot à dire. C'était peut-être une garantie.*» (BS1).

Cette organisation est expliquée, dans un premier temps, par la recherche d'un meilleur ancrage ou une « remontée » des gérants et des vendeurs vers le « fondamental ». Conjointement, se réalise un mouvement inverse pour les analystes, poursuit l'analyste buy-side précédent : « *Quand j'ai commencé à travailler, on nous demandait une opinion fondamentale, sans tenir compte du marché. C'était tout à fait exclu, on estimait que c'était du ressort du gérant de se positionner par rapport au marché. Maintenant, on nous demande non seulement d'avoir une opinion fondamentale, mais aussi d'avoir une opinion sur la valeur de marché (...). Et c'est aller au point où, d'ailleurs, on a pu mettre en place, dans certains cas, des fonds d'analyse constitués à partir des recommandations des analystes, et qui mesuraient les performances des analystes, un peu comme on mesure les performances d'un fonds géré par un gérant.*» (BS1).

Cette évolution a fortement modifié le métier de l'analyste en opérant sa descente vers le marché. La connexion entre l'univers de l'analyste et celui du vendeur se traduit, pour l'analyste, par le développement des relations commerciales, le mettant en prise directe avec le client et modifiant les modalités de restitution et de temps consacré à l'analyse proprement dite. Un analyste sell-side, relativement jeune, d'une société de courtage anglo-saxonne expose ainsi ce qui représente, selon lui, un fossé générationnel : *« C'est justement la différence entre les anciens analystes et la nouvelle génération. Auparavant, il y avait l'ancien analyste star, dans sa tour d'ivoire, un mec pas sympa qui ne sortait jamais de son bureau sauf pour déjeuner avec le management, et dont le principal boulot était de faire des papiers, de dire aux vendeurs : "j'écris un papier, lisez-le et parlez-en, et moi je retourne écrire un papier". Je pense que le travail a changé. Chez X, 50 % du temps, ce que l'on demande, c'est du marketing. Soit appeler le client, soit faire des présentations, soit partir en voyage, soit amener les sociétés aux clients et les clients aux sociétés (...). Et c'est d'avoir des messages punchy (...): "Événement, Impact, Valorisation, Action" .»* (AS6).

Ces changements se traduisent également par une attention plus soutenue aux retours des clients et plus globalement à ceux du « marché ». Une analyste sell-side, spécialisée en mid caps, compare ainsi le travail réalisé auparavant dans un bureau d'analystes indépendants avec celui qu'elle effectue dans le cadre d'une grande maison de courtage : *« Moi, j'ai commencé chez Détoyat. C'était super, c'était plus un travail sur l'argumentaire. Il n'y avait pas de contact avec la clientèle ou le marché. C'était l'analyse en autarcie. Ça m'a appris à travailler avec de très bonnes personnes et à relativiser par rapport à ce que fait le marché. S'il y a une baisse de 20 % là-bas, je ne le savais pas, donc ça ne me cassait pas la journée. Ici, depuis un mois, mes collègues, ils sont toute la journée devant le truc.(...) Aujourd'hui, il faut appeler le client un peu partout, il faut aller le voir. Quelquefois c'est normal, il faut sortir de la bulle, aller confronter les idées. Parfois, je peux m'être complètement plantée... »* (AS17F). Le responsable d'un bureau d'analyse décrit ainsi cette évolution comme, en quelque sorte, un changement d'univers : *« Une interpénétration entre le financier et le psychologique. L'analyse financière, ce n'est pas de la physique nucléaire, en trois mois vous avez fait le tour du sujet, mais la donnée psychologique, si tant est qu'on l'acquiert, est beaucoup plus difficile à intégrer. »* (AS5).

Une structuration des relations horizontales

L'adoption, par les grandes maisons de courtage et les grandes sociétés de gestion d'organisations « miroirs », conduit également à organiser la circulation des flux d'informations et plus largement les relations entre les différents acteurs.

L'interlocuteur naturel de l'analyste sell-side devient donc l'analyste buy-side et l'interlocuteur naturel du vendeur, le gérant. Un analyste sell-side opère ainsi une analogie très représentative : *« Moi, je considère cette industrie comme un Valeo vis-à-vis d'un Renault. Renault a des besoins, Valeo va s'adapter pour suivre Renault. C'est une relation gagnant-gagnant : les voitures seront de bonne qualité et Renault continuera de travailler avec Valeo... C'est un peu la même chose entre sell-side et buy-side. »* (AS6).

Chaque matin, le flux d'informations suit un parcours relativement codifié, décrit en termes généraux par un gérant : *« L'analyste (sell-side) va déployer son message au morning meeting à quinze vendeurs, et à quinze, vous êtes plus efficaces que tout seul pour passer les coups de fil. Les buy-side vont recevoir les messages, en caricaturant, des quinze analystes sell-side et vont en faire*

parfois une mauvaise moyenne, parfois une bonne synthèse, qu'ils vont reproduire à leur ou leurs gérants. » (G8). Un jeune analyste apporte quelques précisions sur le contenu des messages : « Moi, je parle aux buy-side, je vais essayer de faire pression sur les buy-side, et je peux utiliser le porte-voix des vendeurs qui parlent au-dessus des buy-side, aux gérants directement. Là, c'est moins une discussion de spécialistes et plus une discussion commerciale. C'est un message commercial hyper réduit, hyper simpliste, entre guillemets (...). Ils prennent leur téléphone et appellent, tous, leurs gérants. Après le gérant appelle son buy-side ou il nous appelle, nous, directement. Disons que lorsque l'on parle aux gérants, c'est moins une discussion de spécialistes. » (AS6).

Les relations que l'analyste sell-side entretient avec les analystes buy-side sont de nature différente que celles qu'il peut avoir avec le gérant.

Les relations entre analystes buy-side et sell-side sont en effet structurées selon des logiques d'analyse top-down sur la base d'une segmentation sectorielle même si les analystes buy-side couvrent souvent, à la différence des analystes sell-side, plusieurs secteurs. L'analyste précédent poursuit : *« Quand je vais voir un gérant, le thème, c'est la construction en Europe, quand je vais voir le buy-side, c'est L. ou L. et l'Asie et le CO₂ »,* mettant ainsi en évidence une vision plus ciblée de l'analyste buy-side, voire plus fouillée.

L'analyste buy-side est également plus chargé d'appréhender la cohérence financière de l'argumentation de l'analyste sell-side : *« Il (le buy-side) va rentrer plus dans le détail pour essayer de comprendre la rationalisation de votre idée »,* explique un autre analyste (AS15).

Un cloisonnement progressif des relations

Ces principes d'organisation conduisent à un relatif cloisonnement, formalisé par les pratiques commerciales, doublées par les filtres mis en place par l'intermédiaire des systèmes d'information.

La répartition des courtages opérée par les sociétés de gestion induit une première forme de sélection des sociétés de courtage, imposant une certaine segmentation. Certaines grandes maisons de courtage peuvent initier une sélection de leurs interlocuteurs, ressentie parfois un peu durement par les analystes des plus petites maisons de courtage, comme le précise l'un d'eux : *« Je suis assez direct, mais il y a une sorte de caste dans le milieu. Un buy-side d'une grosse maison, il va se mettre avec un sell-side d'une grosse maison car il ne s'abaissera pas à discuter avec un sell-side d'une petite maison. » (AS10).*

Il est opéré une réduction du nombre de brokers référents, comme l'explique, fin 2004, une analyste d'une maison de courtage de taille moyenne : *« Pourquoi est-ce qu'il y a eu autant de restructurations dans le secteur ? Les gérants avaient l'habitude de travailler avec trois ou quatre maisons. En période de folie, ils ont élargi et en période de restriction, ils ont diminué leur nombre d'interlocuteurs en arrêtant les courtages. » (AS8H).* Cette répartition des courtages conditionne les relations de travail. Une analyste buy-side d'une grande société de gestion affirme nettement : *« On ne travaille qu'avec les gens à qui on donne des commissions. C'est très cadré (...). Si c'est quelqu'un avec qui j'ai envie de travailler, là je peux dire que c'est indispensable, et je peux faire peser mon poids. Mais il faudra que je trouve d'autres personnes pour me soutenir. (...) C'est un processus très encadré. » (BS2).*

Si cette sélection semble plus nettement être le fait des sociétés de gestion, les grandes sociétés de courtage peuvent également restreindre le nombre de leurs interlocuteurs et ne travailler qu'avec les sociétés de gestion d'une certaine taille, comme l'expose un analyste d'une grande maison : « *Aujourd'hui, je peux mettre tel ou tel client sur les mailing lists, je n'ai aucun problème. Mais progressivement, on va avoir des trucs contrôlés par les services marketing de Londres et je n'aurai le droit d'appeler que les clients qui versent suffisamment de courtage. (...) Vous avez 20 % des clients qui vous rapportent 80 % des commissions. C'est l'ordre de grandeur (...). Et ceux-là, il faut les chouchouter.* » (AS18S).

L'aspect unilatéral de la sélection est également un peu atténué par certains analystes buy-side, comme l'exprime l'un d'eux : « *Je crois que l'on se choisit un peu réciproquement quand même, bien que, la situation réciproque étant ce qu'elle est, ce soit plutôt les buy-side qui sont à l'origine du choix. Mais il y a en face une réponse plus ou moins adéquate et ça peut résulter de choix mutuels.* » (BS1Q).

Une seconde segmentation peut s'opérer via les systèmes d'informations qui limitent de fait un accès théoriquement possible. « *Il y a des clients tu leur dis : "tu as reçu mon e-mail ?" : "oui très bien". Mais il y a deux systèmes. Soit les mecs, ils ne lisent même plus ces e-mails, ils ont une adresse e-mail à part qu'ils gardent bien jalousement et ne donnent qu'à quelques-uns. Ou alors, ils ont un système d'identifiant et selon l'identifiant, cela part directement à la poubelle. Donc ils disent oui, mais ils n'en ont rien à f.* », explique ainsi un analyste sell-side, « star » d'une grande maison (AS17).

La structuration précédemment décrite s'est opérée pour les « grandes » maisons de courtage et d'investissement opérant sur des titres présentant un certain volume de capitalisation.

Nous verrons, dans le chapitre suivant, comment le recours systématique aux gestions benchmarkées a pu être ébranlé après le krach boursier de 2001. D'autres styles de gestion, fondés sur une mesure en absolu des performances, comme les gestions stock picking ou les hedge funds, ont resurgi, conduisant à modifier les attentes adressées aux analystes financiers. La gestion benchmarkée, particulièrement prégnante dans les années quatre-vingt-dix, demeure cependant un mouvement de fond, assure, début 2005, une analyste buy-side : « *On se compare aux indices en permanence. On dit qu'il faudrait que l'on s'en écarte, mais on est très benchmarké.* » (BS2R). Ce mouvement a structuré en retour les approches des analystes financiers au point que, paradoxalement, certains gérants value, très « consommateurs de recherche » ont un recours limité aux analystes sell-side, comme l'expose l'un d'eux : « *De temps en temps, on peut trouver quelques analystes ayant des convictions fortes (...), mais toute l'organisation du contrôle des banques, qui ne peuvent avoir des analystes qui sortent de la norme, a tendance à gommer le structurel au profit du conjoncturel, ce qui ne correspond pas du tout à notre mode de gestion.* » (G2P).

La diffusion des principes de gestion benchmarkée, au travers de systèmes relationnels, conduit les sociétés de courtage à calquer leurs organisations sur celles des sociétés de gestion. Une division du travail s'instaure entre les économistes, les stratégestes, les analystes et les vendeurs. De nouvelles structurations des relations s'opèrent, tant de manière verticale qu'horizontale. Les analystes sell-side doivent ainsi se coordonner avec les vendeurs et articuler leur point de vue « fondamental » avec « la vision du marché ». Les analystes sell-side ont désormais comme interlocuteurs les analystes buy-side,

chargés de valider la cohérence financière de leur raisonnement et d'opérer une synthèse personnalisée, destinée aux gérants.

Ces développements conduisent à formuler les propositions de recherche suivante :

P1a : La diffusion des principes de gestion benchmarkée aux sociétés de courtage conduit à une structuration organisationnelle similaire entre les sociétés de gestion et les sociétés de courtage.

P1b : Cette structuration détermine les modalités relationnelles entre les analystes financiers sell-side et leurs clients.

Cette diffusion s'opère également par l'intermédiaire de systèmes symboliques référents, tels que les critères fondant les indices boursiers, fondamentaux pour la sélection et la catégorisation des sociétés couvertes. C'est en effet en fonction de cette dernière que l'analyse oriente le regard qu'il porte sur une société donnée et construit qualitativement sa modélisation. Ces systèmes symboliques permettent également de sélectionner les informations « intégrables par le marché », et de donner des règles pour l'interprétation des nouvelles informations comptables.

3. La construction de systèmes symboliques référents

La réduction de la complexité opérée par l'analyste financier a été beaucoup étudiée au travers d'une approche quantifiée de la mesure, c'est-à-dire selon la manière dont un analyste va évaluer une société et déterminer un prix cible, grâce à l'information collectée ainsi qu'aux méthodes mobilisées. Cette approche suppose implicitement l'unicité du cadre d'interprétation. Or, en situation d'incertitude, il peut exister plusieurs modalités de construction d'assemblages différents. Le sens de l'information n'est pas donné. L'information doit être interprétée.

La mise en œuvre de classification selon certains critères permet de se concentrer sur les propriétés considérées comme représentatives. Comme l'explique Desrosières (2005), l'évaluation suppose la mise en équivalence et la comparaison de situations hétérogènes. La « commensurabilité » (Espeland et Stevens, 1998), processus par lequel des qualités différentes sont transformées en une mesure commune, suppose une construction sociale d'équivalence. Les cas « nouveaux » sont ensuite traités en référence à la classification établie en opérant une analogie avec les cas répertoriés. Les institutions opèrent ainsi une réduction de l'incertitude par un « encodage de l'information » en fournissant des classifications et donc des possibilités d'analogies « socialement valides » (Rivaud-Danset 1998, Douglas 2004).

L'étude des processus mis en œuvre par les analystes fait ainsi apparaître l'existence d'outils, socialement construits, qui « balisent » ce travail d'interprétation en conduisant l'analyste à construire des similitudes, en rassemblant, en polarisant et donc en excluant, puis en comparant (Douglas, 2004).

Ce processus de catégorisation se décline tout au long du travail de l'analyste, en amont, lors du choix de couverture ou non de telle société, puis lors du processus d'évaluation. Ce processus intervient alors sous deux aspects, au regard des informations mobilisées, considérées comme pouvant ou non avoir un impact financier, ainsi que sur la manière dont la société sera appréhendée.

En ce qui concerne l'analyse des sociétés, la catégorisation constitue la première étape du processus de modélisation. La catégorisation adoptée va en effet structurer la manière dont le regard va être porté. Le comportement financier de la société va alors être évalué, en fonction d'indicateur de mesure, à l'aune d'un comportement jugé caractéristique de sa classe d'appartenance et en relatif au regard des autres sociétés composant cette classe.

3.1. Une modélisation des sociétés couvertes fondée sur une catégorisation indicielle

Garud et Beunza (2005) ont ainsi cherché à mettre en évidence la manière dont un nouveau cadre d'interprétation à propos de la société Amazon avait pu émerger, se structurer et concurrencer des cadres d'interprétation « classiques », en proposant des recommandations opposées (et ce, à partir des mêmes informations). Leur comparaison entre les deux approches repose sur un cadre d'interprétation construit à partir de trois composantes :

- les catégories : Amazon est-elle une société Internet, un libraire, un revendeur ou un libraire Internet ?
- les analogies : Amazon doit-elle être comparée à Dell, à Barnes and Noble ou à Musicland, Wal-Mart ?
- et les « indicateurs clés de mesure » : Amazon doit-elle être analysée en fonction de son chiffre d'affaires, futur ou actuel, de ses résultats ou de ses flux de trésorerie ?

Ils montrent ainsi comment la catégorie fondée sur une « classification sectorielle » sous-tend le choix du modèle d'évaluation et influence indubitablement l'analyse posée, au travers de l'indicateur clé de mesure retenu. Une société considérée comme non intéressante, car jugée sur ses flux de trésorerie ou son résultat, peut ainsi être transformée en une société pleine d'avenir, jugée sur son chiffre d'affaires.

Comme précédemment pour les indices, il est difficile de cerner précisément l'origine de ces constructions cognitives. Garud et Beunza (2005) présentent, dans leur recherche, l'analyste comme l'acteur central. Nous serons plus nuancée en essayant de cerner simplement quelques pistes qui mériteraient d'être approfondies. Nous ne ferons qu'émettre quelques hypothèses sur l'origine des diverses influences, sociétés couvertes, sociétés d'informations financières, gérants de fonds, analystes financiers...

Ce qui nous intéresse plus particulièrement à ce stade de réflexion, c'est de montrer la manière dont, une fois construite, cette référence s'impose, tour à tour contraintes et ressources cognitives, sachant cependant que tous les événements ne sont pas directement intégrables dans les catégories et modèles existants (Zuckerman, 1999 ; Rao, Greve et Davis, 2001).

3.1.1. « Le repérage des frontières »

L'analyste opère un « repérage des frontières » (Douglas, 2004), processus au travers duquel il distingue différentes catégories de sociétés, lors de la question de leur couverture, puis, lors de leur évaluation. La liquidité, au travers du montant de capitalisation et du pourcentage de flottant, apparaît comme un critère majeur pour le choix de la couverture. L'appartenance sectorielle, critère secondaire lors de la couverture, oriente en revanche, véritablement, la manière dont la société va être

évaluée. Ce sont sur ces différents critères que repose la construction des indices boursiers.

Un choix de couverture des sociétés fondé sur des critères indiciels

La couverture d'une société se fonde sur une classification, fonction de plusieurs paramètres, le montant de la capitalisation, le flottant, c'est-à-dire le pourcentage d'actions aisément échangeables sur les marchés financiers ainsi que le secteur d'appartenance. Ce dernier critère influence également la manière dont l'évaluation va être conduite. S'ajoute plus ou moins implicitement la question de la « préférence nationale », parfois directement soulignée par les analystes sell-side : « *On travaille chez un broker d'origine française, donc on va suivre naturellement les valeurs d'origine française.* » (AS12).

Les enjeux en termes de couverture recouvrent, en effet, à la fois des préoccupations commerciales, qui se centrent sur la question de la liquidité, et des préoccupations plus « cognitives », de l'ordre de l'appartenance sectorielle. Les propos des deux analystes sell-side suivants encadrent assez bien l'éventail des pratiques et des arbitrages en termes de couverture.

Pour le premier analyste, appartenant à une grande société de courtage internationale, l'orientation est clairement axée sur les grandes capitalisations « liquides » : « *Chez X, il y a une approche économique très marquée, pas forcément suivie par d'autres brokers en France. Combien pourra-t-on générer de commissions en suivant cette valeur et combien va-t-on en générer si on suit plutôt telle autre valeur ? (...) Voilà, on va essayer de maximiser le gain sur telle analyse, donc on va suivre d'abord les grosses valeurs, liquides, sur lesquelles on peut faire beaucoup d'allers-retours, en fait (...). Il faut suivre. Généralement ce sont les leaders du secteur, ils sont dans les gros indices nationaux comme le CAC 40 ou l'indice suédois. Ceux-là, il faut aussi qu'on les suive pour la crédibilité de notre banque. En fait, on ne peut pas se permettre de ne pas les suivre (...). Donc on va me dire "tu peux suivre telle valeur car elle est importante pour le secteur, mais passe plus de temps en écriture, en marketing, sur des valeurs comme Saint-Gobain qui sont à 15 milliards d'euros et à 100 % de flottant."* » (AS6).

Pour le second analyste, appartenant à une société de courtage à vocation plus nationale, le construit d'une compétence au sein d'un secteur est plutôt le critère mis en avant : « *On s'adresse plutôt à des catégories de gens tire deux ou tire three, donc des gens plutôt décorrélés des benchmarks. Après, chacun des analystes a parfois un tire one parce que, sur leurs secteurs, ils sont assez pointus. (...) On est sur un secteur et après on descend sur le secteur entre les incontournables, les préférées, les ranks, les amenées, celles qui préoccupent les gérants. Il n'y a pas, comme dans les autres bureaux, un screening en disant "voilà, on regarde la capi, le flottant, nos clients"...* » (AS15).

Ces critères sont également ceux qui président à l'abandon d'une société couverte. « *Car sur le plan industriel, elle vivote, elle dort, il ne se passera plus rien, et sous l'angle boursier, c'est une catastrophe, ce n'est plus la peine d'en parler, et là, vous l'abandonnez* ».

Ce sont sur ces considérations de capitalisation et de liquidité que se sont construits les différents indices qui servent de référence. Pour les grandes capitalisations, ces critères apparaissent ainsi comme aller totalement de soi, comme le fait remarquer une analyste sectorielle sell-side : « *C'est une évidence absolue, le choix se fonde sur la pondération du CAC (...) et pour les extensions de couverture, vous avez un benchmark, et à partir de là, vous devez avoir couvert une certaine quantité du benchmark.* » (AS12L).

Le « design » des indices

Un indice se distingue par sa structure et son contenu. Sa construction nécessite de disposer d'une méthodologie associée à une base de données, afin de créer une classification, puis d'associer les différentes sociétés aux classifications construites. L'édition d'indices est, à ce jour, concentrée entre un nombre restreint d'acteurs, entreprises de marché comme NYSE-Euronext et/ou grands groupes spécialisés dans l'information financière.

Jusqu'à mi-2007¹¹⁴, Dow Jones & Company, société également détentrice du *Wall Street Journal*, gérait le Dow Jones Industrial Average (DJIA), créé par Charles Dow en 1896¹¹⁵. Ce premier indice, d'une construction moins « robuste » que ses successeurs, présente néanmoins, de fait, la plus grande historicité. McGraw-Hill, actionnaire de S&P, détient le Standard & Poor's 500, dont la première version fut créée en 1928 par Cowles. Cet indice servit notamment de référence pour la construction du premier fonds indiciel (Berstein, 2000). Les autres grands groupes détenteurs d'indices sont Morgan Stanley Capital International (MSCI) et FTSE Group (Financial Times Stock Exchange), créé en 1983 par le *Financial Times* et la Bourse de Londres. De nouveaux indices résultent ainsi de processus de coopération. Euronext a ainsi lancé des indices en collaboration avec FTSE Group, tel FTSEurofirst, en parallèle de ses indices propres, qui incorporent, entre autres, l'ex-CAC 40, édité en 1988 par l'ex-Compagnie des agents de change¹¹⁶.

Mesure de performance d'un marché financier, un indice constitue un enjeu commercial important en raison des redevances perçues dans le cadre de réalisation de benchmarks¹¹⁷, ainsi que comme supports de produits dérivés.

Les indices sont censés être représentatifs de l'évolution de l'ensemble des valeurs boursières ou d'une classe de valeur déterminée. Cette exigence d'exhaustivité qui pèse sur leur mode de construction peut se révéler cependant en contradiction avec l'objectif de duplication et suppose des choix en matière de nombre de titres composant l'indice, de critères de pondération...

Un indice étroit et pondéré selon la valeur des actions qui le composent, comme le Dow Jones, est facilement duplicable. Mais le fait de remplacer un titre dont la capitalisation baisse par un titre plus porteur peut engendrer un décalage dans la prise en compte des évolutions des marchés boursiers. On peut mesurer l'écart, en termes de profondeur, en comparant deux indices afférents aux marchés financiers américains : le « Dow Jones » (DJIA), qui regroupe 30 actions différentes et le Dow Jones Wilshire 5 000, qui en regroupe, comme son nom l'indique, 5 000.

Par ailleurs, une pondération qui intègre le poids des capitalisations est censée être plus représentative qu'une pondération tenant uniquement compte de la valeur des actions. Ce choix n'est cependant pas non plus exempt de critique, selon que l'on retient la

¹¹⁴ À partir de mi-2007, ce groupe est détenu par R. Murdoch.

¹¹⁵ Ou 1884 selon l'indice retenu.

¹¹⁶ De « Compagnie des agents de change », l'indice avait été rebaptisé « Cotation assistée en continu ».

¹¹⁷ À partir de 2001, Euronext lance les premiers « exchange traded funds » ou « trakers », fonds répliquant le plus précisément possible l'évolution d'un indice et négociables en continu.

capitalisation boursière totale – comme c'était le cas pour le CAC 40 jusqu'en 2003 – ou uniquement le flottant.

La question peut être également de savoir si les indices sont censés représenter l'évolution des cours (dits indices de prix) ou l'évolution de la rentabilité et intégrer, dans ce cas, le réinvestissement des dividendes (comme les indices MSCI).

Les impacts organisationnels et cognitifs de la classification sectorielle

La construction d'un espace financier européen a contribué à la création d'un nombre important d'indices européens, notamment sectoriels, suivis, en 2001, par la création de nouveaux indices sectoriels mondiaux¹¹⁸. Selon une enquête réalisée auprès de gérants de fonds européens, l'arrivée de l'euro a amené 63 % d'entre eux à raisonner par secteur plutôt que par pays¹¹⁹, comme l'explique une analyste sell-side : « *Dans les allocations d'actifs, on est passé d'une allocation géographique "tiens, j'investis un peu en Allemagne, en Espagne" à une allocation sectorielle "tiens, j'investis un peu en technologie".* » (AS4).

L'arrivée de l'euro, réalisée de concert ou en continuité avec l'évolution des structures organisationnelles décrites ci-dessus, a renforcé la mise en œuvre d'une logique top-down sur une base sectorielle, comme l'explique un analyste sectoriel sell-side : « *Le client dit qu'il va être par secteur : on se met par secteur (...). Je pense que le décloisonnement des marchés européens, la possibilité d'acheter les valeurs en Europe au travers de certaines zones et de certains indices, renforcée par le côté "zone euro" a fait que les gestions traditionnelles qui étaient principalement au départ le CAC 40 ou les indices français ont dû chercher des relais de croissance ou des relais pour gagner plus d'argent, ou pour diversifier leurs risques à travers d'autres sociétés dans le même secteur en Europe.* » (AS6). Cette évolution s'impose aux maisons de courtage, comme le souligne une autre analyste sell-side : « *Toutes les gestions sont sur une base Europe ; l'euro a contribué à ce que ce soit sur une base Europe, Eurostock, DJstock. À partir de là, vous pouvez suivre Total, mais si vous ne suivez pas les autres...* » (AS12).

À partir de la fin des années quatre-vingt et du début des années quatre-vingt-dix, certains grands établissements bancaires avaient déjà initié une division sectorielle au sein des analystes financiers (Kirchhof-Masseron 2007)¹²⁰. Celle-ci se renforce et se généralise, comme l'explique l'un d'eux : « *Quand j'ai commencé dans ce métier-là, les analystes étaient plurisectoriels. Ils suivaient deux ou trois secteurs, cela ne posait de problème à personne. Je pense qu'aujourd'hui on le fait moins, notamment à cause de l'européanisation. Il y a eu un échange qui s'est opéré entre une pluridisciplinarité sur un pays et une approche plutôt monosectorielle à l'aune de l'Europe.* » (AS5).

À cet isomorphisme organisationnel s'est adossée une structuration des modes de pensée. Selon les sociétés de gestion, la spécialisation sectorielle des analystes buy-side a été plus ou moins poussée. Elle a conduit cependant à une demande de compétences sectorielles pointues de la part des analystes sell-side, comme le confirme un analyste

¹¹⁸ Tels que les FTSE Global Sector, Dow Jones Sector Titans.

¹¹⁹ Source : *l'Expansion* 01/03/2001

¹²⁰ D'après l'auteur, la Société générale aurait à partir de 1992 instauré cette division et le Crédit Lyonnais à partir de 1989.

buy-side chevronné : « *Nous sommes organisés par secteur, donc nous avons affaire à des gens organisés par secteur (...). Nous avons besoin d'avoir des relations avec des gens qui connaissent au moins aussi bien que nous, si ce n'est mieux.* » (BS1Q). Ces propos sont repris par une analyste sell-side : « *Car en face de vous, vous avez des buy-side qui sont spécialisés et il faut être très costaud (...). À un moment, je ne pouvais pas faire du buy-side pharmacie et du buy-side pétrole. Dans un cas, je vais faire de la technologie pétrolière et il va me demander si le champ du Kachagan¹²¹ se développe, à quel horizon, si la première flaque est de tant de baril par jour à l'horizon 2006, et après en 2012. Et l'autre va me demander si la molécule trucmuche, elle est en phase trois ou en phase deux et à quel moment je pense qu'elle va passer en phase trois. Basta. On ne peut pas...* » (AS12). Dans cette logique, les analystes financiers sell-side se sont progressivement organisés et spécialisés par secteurs, secteurs détournés par les différents indices. « *Tout le monde raisonne comme cela : les gérants, les vendeurs, les autres sociétés de Bourse* », déclare une analyste sell-side, plutôt spécialisée, pourtant, sur les moyennes capitalisations (AS4).

Pour la plupart des analystes sectoriels, la définition des secteurs semble relativement naturelle. Une analyste sell-side, anciennement sectorielle et devenue spécialisée sur les mid caps, soulève cependant la question du mode de définition des secteurs : « *Il y a plusieurs nomenclatures. Vous avez celle d'Euronext, qui peut être différente de celle du Dow Jones. Ça vient des sociétés qui créent les indices.* » (AS4).

Différentes recherches se sont ainsi intéressées à la question de l'homogénéité des comportements financiers selon diverses classifications sectorielles. Des comparaisons ont été effectuées entre les classifications développées par le gouvernement américain et fondées sur des logiques économiques (Standard Industrial Classification puis North American Industry Classification System) et des classifications émanant de sociétés d'informations financières (Global Industry Classification Standard, développées par MSCI et S&P, Worldscope Industry Groups, développées par Thomson Financial ou Dow Jones Global Classification Standard). Ces recherches mettent en exergue des différences significatives, fonction également des indicateurs financiers retenus (Weiner, 2005). À partir de 2005-2006, FTSE Group et le Dow Jones Indexes imposent une nomenclature internationale en termes de classification sectorielle : l'ICB (Industry Classification Benchmark), largement adoptée par les principaux acteurs en termes de Bourses de valeurs et de fournisseurs d'indices et de médias financiers¹²².

Ce problème est opérationnellement soulevé par cette analyste sell-side : « *Vivendi Universal dans la communication. Pourquoi pas. Mais VU, c'est aussi des télécommunications. C'est un peu différent, on n'est plus sur les mêmes ratios de valorisation, sur les mêmes perspectives de croissance, les mêmes modèles de développement et pourtant tout le monde va placer VU dans la communication.* » (AS4). Mais par-delà les modes de définition d'un secteur, ceux-ci s'imposent en tant que ressources cognitives. « *Il faut bien classer les sociétés. (...). Quand vous avez des classements, vous avez des repères (...). Ils sont exacts ou pas* », conclut sur le sujet l'analyste sell-side précédemment citée (AS4).

¹²¹ Situé au nord de la mer Caspienne. Champ pétrolifère le plus important de cette zone.

¹²² Respectivement par Euronext, NASDAQ, NYSE, London Stock Exchange, JSE (Afrique du Sud), STOXX limited, FTSE/Xinhua, Hang Seng, Russell Dow Jones Wilshire, the Financial Times, the Wall Street Journal, CNBC... (Source : ICB/FTSE Client Implementation Guide.)

Les phénomènes de polarisation et d'exclusion

Ce processus de classification au sein des indices conduit à mettre en exergue les sociétés appartenant aux différents indices et à reléguer celles n'y appartenant pas (Douglas, 2004). Deux types de raisons peuvent être à l'origine de cette exclusion : la trop faible capitalisation et/ou la difficulté à insérer une société dans un secteur donné.

La difficulté de classification sectorielle peut provenir d'un point de vue statique, d'une trop grande diversification des activités (Zuckerman, 1999) ou d'une activité difficilement comparable à d'autres, ou, d'un point de vue dynamique, d'une évolution de l'activité.

La question de l'appartenance à un secteur peut parfois se poser pour les grandes capitalisations. Cette situation est néanmoins relativement rare et a peut-être plus d'incidence sur la qualité du suivi initié, comme le commente un analyste sectoriel sell-side : *« À partir d'une certaine taille, la société est suivie, sauf si elle a une activité particulière et aucune synergie. On ne peut pas vraiment la rattacher à un secteur. Je ne sais pas. Je crois que c'est un peu le cas chez nous d'Adidas, par exemple. On ne sait pas trop qui la suit car, en Europe, il n'y a pas trop de fabricants d'articles de sport. Ça peut être aussi un élément pour ne pas suivre une valeur, mais le principal, c'est la capitalisation. C'est quasiment l'unique élément. »* (AS13).

L'évolution de l'activité, en revanche, nécessite une gestion des périodes de transition, illustrée par un analyste sell-side interviewé début 2005 : *« Comme Numéris, par exemple, qui fait 3 milliards d'euros de capitalisation boursière. Qui, au départ, était une société à forte prédominance construction, qui faisait des tuiles, du métal pour la construction, qui a ventilé ses activités, a revendu l'activité métal, a réduit l'activité tuile, plutôt pour faire croître d'autres activités. Donc l'activité tuile a diminué en proportion (...). Lorsque je parle, que je me rends compte au bout de six mois, un an, que le client me dit “ je suis content, mais Numéris, moi je m'en fiche, c'est du papier ; ce que je veux, c'est des sociétés qui font du BTP en Scandinavie et non du papier aux Etats-Unis ”, on se rend compte qu'il faut transférer Numéris dans un autre secteur. Là, pour l'instant, il est transféré au pôle un peu orphelin, qui est le pôle des small et mid caps. »* (IC : « Orphelin ? ») *« Car pour les small caps ... il n'y a pas une logique de secteur forte. On peut avoir une société mining, transports, télécommunication et là, Numéris s'est retrouvé tout seul. »* (AS6).

Les petites et moyennes capitalisations cumulent en effet les deux aspects précédemment énoncés.

Ces sociétés présentent une capitalisation relativement faible, assortie souvent d'un flottant considéré comme peu élevé. Mi-2004, un analyste sectoriel fait allusion au nombre de sociétés non suivies : *« Il y a un marché à prendre, mais si la recherche n'est pas payée en tant que telle, on ne peut la rentabiliser sur les volumes d'intermédiation. »* (AS2). La partition entre les grosses capitalisations et les autres capitalisations est bien évidemment relative, tant temporellement que géographiquement. Avant le krach boursier, le seuil de démarcation s'établissait à environ 3 milliards de capitalisation, pour ne s'élever qu'à 1 milliard de capitalisation trois ans après. Ce seuil peut également varier selon les pays. Un analyste spécialisé sur ce segment et ayant travaillé outre-Manche cite ce critère comme la différence la plus sensible : *« En Angleterre, il y a deux choses qui me frappent. On n'a pas la même notion d'une small et d'une mid cap. Ce qui sera pour nous une mid, sera une small pour un Anglais. »* (AS9).

La logique sectorielle est également moins affirmée. « *Quand c'est des SSII ou le logiciel, c'est facile, mais pour les éditeurs de jeux vidéo, certains brokers les mettent en logiciels, d'autres, comme nous, dans les produits de consommation, car cela s'adresse au grand public* », explique un analyste mid caps (AS9), qui précise cependant que « *le secteur des jeux vidéo est cependant suffisamment large pour que l'on puisse faire des comparaisons* ». La question des référents constitue une préoccupation centrale pour les petites et moyennes capitalisations, assure un analyste sell-side spécialisé sur ce segment : « *Pour tous les dossiers, il y a un thème que les clients aiment beaucoup, une question qui revient tout le temps, c'est : " qui sont vos concurrents ? Ce que vous dites est très bien mais on aimerait voir qui sont les concurrents, ce qu'ils ont fait en Bourse, combien ils sont valorisés ". Tout ça pour savoir si ça vaut le coup pour nous d'investir, de continuer à monter le dossier.* » (AS7).

Une société de moyenne capitalisation, située dans un secteur considéré comme complexe, peut également souffrir de l'absence de compétences spécifiques en termes d'analyse. Une gérante value cite à ce titre plusieurs exemples : « *Interrogez K., qui est très bon sur le secteur de l'immobilier. Mais, en France, on est très pénalisé car lui aurait aimé avoir une analyse spécialisée en immobilier, car il y a eu un temps d'incompréhension invraisemblable sur K.. Une vraie valeur de croissance. Ça a mis trois ans à décoller (...) Regardez G.. Le marché n'a pas voulu regarder les chiffres pendant je ne sais combien de temps, aucune analyse, alors que c'est un leader sur le secteur des produits de contraste utilisés en radiologie.* » (G2).

Zuckerman (1999) met ainsi en évidence les « coûts d'illégitimité » que peuvent subir les sociétés ne satisfaisant pas aux critères de classification. L'enjeu, pour les sociétés désireuses d'être couvertes par les analystes, consistent à mettre en place un « processus d'isomorphisme » conduisant à être reconnu au sein d'une catégorie tout en essayant, au sein de la catégorie, de se différencier.

Les performances rencontrées sur ce segment de marchés ont notamment conduit à le structurer et à faire émerger une reconnaissance institutionnelle progressive.¹²³ Couvertes, jusqu'au début des années deux mille, essentiellement par des analystes spécialisés sur ce segment, leur suivi est maintenant opéré également par des analystes sectoriels couvrant grandes et moyennes capitalisations.

Sur les origines de cette classification

L'existence d'une telle catégorisation soulève inmanquablement la question du rôle des analystes en la matière, question que nous ne ferons qu'aborder en étudiant les travaux existants.

Zuckerman (1999) met en exergue le rôle de « critique » des analystes financiers. Instances de « légitimation » ou de « certification » vont alors jouer un rôle clé en tant qu'intermédiaires entre les acheteurs et les vendeurs de titres. Au sein des marchés « de masse » comme les marchés financiers les relations acheteurs-vendeurs se trouvent, en effet, distendues. L'analyste va fonder son jugement en appliquant les catégories

¹²³ Par la création, par Euronext début 2005, d'une nouvelle gamme d'indices de valeurs moyennes (cf. chapitre suivant).

existantes et par là même se positionner en tant que « gardien » des structures sociales et cognitives, contribuant au maintien du « système ».

Beunza et Garud (2005) se sont au contraire intéressés à la manière dont les analystes font émerger des cadres d'interprétation, en prenant le cas des sociétés Internet. Comme nous le verrons par la suite pour le consensus, si la construction d'un outil résulte de multiples interactions, cet outil, une fois sa construction stabilisée, impose une certaine représentation.

3.1.2. La comparaison intra-catégorielle

L'analyse top-down, menée sur les grandes capitalisations, consiste à produire une analyse en relatif des titres au sein d'un « secteur » d'appartenance. Il ne s'agit donc pas d'essayer de saisir les évolutions d'un titre en absolu mais d'essayer d'appréhender, au sein d'un secteur donné, les sociétés à recommander. Les recommandations s'énoncent alors en termes de « surpondérer-neutre-sous-pondérer ». Comme le précise un analyste buy-side, les recommandations au sein d'un secteur se révèlent indépendantes de la santé financière de celui-ci : *« Ce n'est pas parce que nous pensons que le secteur va surperformer le marché que l'on va mettre plus de valeurs positives ou inversement. Il faut que cela reste en permanence équilibré. Il faut faire comme si le portefeuille était en permanence totalement investi. On est obligé, c'est le système. »* (BS2R).

La relativité de la recommandation dédouane l'analyste de la responsabilité des mouvements d'ensemble du marché. Un analyste mid caps expose ainsi la différence entre les recommandations relatives, utilisées pour les grandes capitalisations, et les recommandations en absolu, utilisées par les mid caps. *« Ils (les analystes sur grandes capitalisations) vont dire "market perform". Si l'indice baisse et que l'analyste a dit "market perform", la valeur baisse avec. Théoriquement, on ne peut pas lui reprocher de s'être planté. Nous, si ça baisse et que l'on était à l'achat, on ne pourra pas invoquer la baisse du marché. On se sera planté. Alors que l'autre broker, avec sa recommandation en relatif, dira "on vous l'avait bien dit". »* (AS9).

Quel que soit le type de recommandation et de capitalisation, l'exercice de comparaison demeure cependant prégnant. *« On va toujours vous demander : "vous êtes positif ou négatif sur le secteur des compagnies pétrolières ? quelle est votre hiérarchie ?". Si vous avez cinq fois la même recommandation : "quelle est votre hiérarchie ?". Si vous avez cinq "renforcer", on vous demandera une hiérarchie. On va vous dire : "non, ce n'est pas ce que l'on vous demande ; on vous demande un objectif de cours et une hiérarchie". Ça, ça ne transparaît pas dans la recommandation pure. »* (AS12). Pour les petites et moyennes capitalisations, différents analystes spécialisés sur ces valeurs rejoignent ces propos énoncés par l'un d'eux : *« Effectivement, on est toujours dans des phénomènes de comparaison. »* (AS4).

Les référents en termes de performances se construisent ainsi au sein du secteur, comme l'explique une analyste sectorielle : *« L'hypothèse est que si les résultats sont bons, les cours vont suivre. Ça c'est la théorie (...). Les recommandations sont en relatif (...). Donc est-ce que la société va surperformer ou sous-performer son secteur ? »* (AS12). Ce raisonnement est relayé également par une analyste spécialisée sur les moyennes capitalisations : *« (Le raisonnement par secteur apporte quelque chose) pour la recherche de comparables (...). Si on*

regarde le secteur du transport routier, personne n'achèterait, en soi. Les marges sont faibles, quand il y en a. C'est vrai que je préfère le luxe (...). » (AS20). Le secteur est donc appréhendé essentiellement au travers des sociétés cotées qui le composent et qui sont considérées comme suffisamment intéressantes économiquement pour être couvertes.

L'abord par secteur permet également de recouper l'information provenant des sociétés couvertes. L'analyste précédente continue ainsi : *« Le fait d'avoir plusieurs sons de cloche (...), de recouper les informations. Quand une direction me dit : " le marché est flat..." »* (AS20).

L'obligation de comparaison apporte un premier « cadrage », fondé, par exemple, sur une classification sectorielle, qui servira de support à la construction de la modélisation.

3.1.3. Les indicateurs clés de mesure

L'attention, selon les secteurs, se centre sur différents indicateurs clés. Certains permettent de porter une appréciation, d'autres d'anticiper les évolutions.

Une analyse statique

L'appartenance sectorielle influence le choix d'indicateurs clés de mesure de la performance, en référence à des déterminants de nature économique, illustre une analyste financière sectorielle : *« Un chiffre d'affaires dans le secteur cosmétique, ça va avoir une grande importance. Si L'Oréal fait 5 % alors que l'on attendait 8 %, c'est la fin du monde. Un chiffre d'affaires sur un pétrolier, vous n'allez jamais le regarder. Compte tenu de l'évolution du dollar et du brut, ça peut vous faire + 25 %. Vous n'en avez rien à secouer. »* (AS12).

Mais, plus largement, la catégorie d'appartenance influence les « représentations ». La lecture ou la prise en compte d'indicateurs économiques financiers peut être différente selon le secteur de référence en raison de critères plus impalpables, comme l'illustre une analyste financière mid caps : *« Dans certains secteurs, on vend du rêve, comme le nautisme ou les sociétés de sport. Les gens aiment bien. Ce n'est pas forcément lié aux fondamentaux, mais à l'affectif. Les places dans les ports ne sont pas extensibles et avant que la Chine ne se réveille... Et les chiffres ne sont vraiment pas terribles. »* Ce phénomène intervient, quelle que soit la taille de la capitalisation. *« Pour l'anecdote, j'étais mauvaise en recommandations cosmétiques car je n'arrivais pas à souscrire au rêve »,* concède l'analyste sectorielle d'une grande maison de courtage (AS12). Un analyste sell-side généralise cette approche en distinguant clairement la compréhension des mécanismes économiques de secteur de l'appréhension du secteur par le marché : *« Pour l'automobile, on n'a pas besoin d'y passer trois heures pour savoir ce qu'il faut regarder, et deuxièmement – et c'est vraiment un autre sujet –, c'est la perception, à tort ou à raison, que le marché a du secteur. Et ça, ça prend beaucoup plus de temps. »* (AS5).

La complexité des influences interagissant sur la construction des outils¹²⁴ peut être illustrée avec les indicateurs clés de performance. Le choix des indicateurs clés résulte de la catégorie d'appartenance mais également de la manière dont la société va orienter sa communication financière, comme l'explique un analyste sectoriel, considéré comme un

¹²⁴ Qu'il s'agisse des indices, du consensus des analystes...

analyste « star » : *« Ça va dépendre de ce que la société elle-même a défini dans sa communication antérieure. Dans le dialogue entre les boîtes cotées et le marché, très souvent c'est la société elle-même qui fixe un peu les règles du jeu en disant : " mon objectif, c'est ça ". Evidemment, si c'est un objectif en dehors de la plaque... Mais je peux vous dire que sur L., on regarde telle croissance du résultat opérationnel média. Point barre. Vous regardez P.. La question, ce n'est pas si le chiffre en valeur absolue a monté mais c'est le niveau de la marge. C'est comme cela. »* À une question posée sur son propre degré d'influence, ce dernier rétorque : *« Si moi, j'arrive le matin en disant : " P. vous a parlé de la marge, moi je vous parle d'autre chose ", ils vont m'écouter, mais si je leur dit : " c'est super ", sur l'indicateur que j'ai choisi et que le cours s'effondre... »* (AS19).

La référence à ces indicateurs clés apparaît comme un point central de focalisation. *« Il y a comme cela un ou deux chiffres magiques pour chaque société (...) cristallisant un objectif du management ou le souci du marché. C'est " le " chiffre (...). Mais si vous prenez l'EBIT, je ne suis pas sûr que, dans la salle, tout le monde saurait le reconstituer »*, souligne en souriant un analyste sectoriel (AS19).

Une analyse en dynamique

L'analyse de l'évolution du modèle va se fonder sur quelques déterminants appelés « drivers ». Ces éléments permettent de cerner et d'anticiper les événements qui, financièrement, vont affecter la société.

Selon les analystes, les appréhensions de cette notion peuvent légèrement différer. Les drivers sont les principaux déterminants à partir desquels les prévisions vont être, traditionnellement, effectuées. *« Le fait d'être sectorisé va faire que l'on va regarder certains indicateurs en priorité, comme les matières premières, l'énergie... »* (AS5). Et adaptées : *« On suit en fonction des grands drivers les scénarios sur le prix du pétrole, l'évolution possible des prix, des volumes, de la demande... »* (AS6), comme l'expliquent deux analystes sectoriels. Ces déterminants peuvent apparaître spontanément lors de la description des modalités de prévisions par certains analystes : *« Le secteur du luxe est très corrélé à la croissance du PIB, même s'il y a un effet amplificateur à la hausse ou à la baisse. La deuxième chose que l'on regarde, c'est la consommation des ménages, essentiellement en Europe et aux Etats-Unis. Troisièmement, les parts de marché des concurrents et quatrièmement, le potentiel de croissance des pays émergents. »* (AS8).

Les drivers peuvent aussi correspondre à des sortes d'indicateurs d'alerte, expliquera un autre analyste sell-side : *« Les drivers, ce sont les deux ou trois événements qui ne sont pas dans le cours et qui font que le cours va baisser ou monter. Ce qui fait qu'il va se passer quelque chose sur le modèle. »* (AS5). Cette conception est reprise par l'une de ses consœurs : *« Ils servent à comprendre avant tout le monde ce qui est en train de se passer. Sur les services pétroliers, je sais que les drivers vont être les CAPEX, les amortissements. »* (AS12).

Des « mutations » plus profondes peuvent néanmoins modifier la conception du modèle, qui dépasse le cadre de la catégorie, en l'occurrence le cadre sectoriel. Quelques rares analystes mettent ainsi en avant le risque de myopie, d'un relatif enfermement sectoriel, en insistant sur les apports d'une approche multisectorielle pour l'appréhension de la diffusion des modèles. *« J'ai vu le secteur de l'automobile touché par l'attente de constantes réductions de coûts. Cela s'est étendu à l'aéronautique et c'est arrivé aussi sur les jeux vidéo. Sauf que c'était un secteur surtout suivi par les jeunes analystes et il n'y en a pas un qui a vu venir le côté maturité du secteur, alors que cela paraissait évident à quelqu'un qui pouvait avoir vu*

certaines secteurs. Les dimensions nationales gardent toute leur importance : « Quand on compare une société de télévision anglaise à une société de télévision italienne, on trouve un peu les limites de l'exercice car justement ce sont des marchés très nationaux, avec des marchés publicitaires nationaux, des réglementations différentes, et rapidement on finit par comparer ce qui n'est plus forcément comparable. » (AS4).

3.1.4. La question de la catégorisation : le cas L.

Le cas développé ci-dessous n'a pour vocation que de mettre en évidence la manière dont la classification sectorielle se révèle fondamentale dans la manière d'appréhender une société. Ce cas n'a donc pas pour objet d'analyser le processus de changement de classification, ni le rôle des analystes en la matière, même si certaines pistes de réflexion sont implicitement évoquées.

L. est un groupe fabricant de tubes d'acier sans soudure, vendus pour des applications dans les secteurs de l'automobile, du pétrole, de l'énergie électrique et de la construction mécanique.

Tableau 15 – Évolution de la structure du chiffre d'affaires de L.

%	1999	2000	2001	2002	2004	2005	2006
Pétrole et Gaz	21,1	23,4	33,8	38,3	36,4	42,5	48,4
Pétrochimie	11,1	13,9	13,1	11,8	11	10,7	11,4
Énergie électrique	12,7	11,2	12,6	13,3	15,4	16,8	16,3
Mécanique	18,7	17,2	14,5	13,5	14,1	13,3	10,7
Automobile	22,8	22,8	19,5	17,1	16,5	11,2	8,4 ¹²⁵
Autres	13,6	11,5	6,5 ¹²⁶	6	6,6	5,5	4,8
Total	100	100	100	100	100	100	100

(source : rapports annuels)

L'attention vis-à-vis de ce groupe a été orientée par les propos d'un analyste sell-side spécialisé dans le secteur pétrolier, propos formulés en réponse à une question relative à l'appartenance sectorielle : *« Moi, par exemple, j'en suis une qui, parfois, est suivie par des analystes métaux parce que, parfois, cela ressemble à la sidérurgie. Mais l'essentiel des ventes se fait en pétrole. Donc, en général, c'est suivi par les analystes métaux, mais ça peut être suivi par les analystes pétrole. Ceux qui vont la comparer au secteur des métaux ou au secteur du pétrole n'auront pas la même vision. »*

Entre décembre 1995 et juin 1998, la valeur boursière du titre est multipliée par 3,5 pour atteindre un « pic historique » de 81,9 € en juin 1998. En mars 1999, le cours affichait un seuil-plancher » de 24,9 €. À partir de 2004, la valeur boursière enclenche une forte progression qui conduit le titre à entrer, en 2006, dans différents grands indices. Cette évolution singulière soulève des interrogations, au sein de la communauté financière, sur ses fondements, spéculatifs ou liés à des changements d'appréciation des fondamentaux.

¹²⁵ Cession en 2006 d'une partie de l'activité automobile.

¹²⁶ Cession en 2001 de l'activité bâtiment.

Si certaines opérations financières ont eu lieu, l'activité du groupe n'a, en effet, pas fondamentalement évolué.

Tableau 16 – Évolution des principaux indicateurs de L.

	1999	2000	2002	2003	2004 (IFRS)	2005	2006
Chiffre d'affaires (Milliards €)	2,3	2,2	2,55	2,37	3	4,3	5,5
Résultat d'exploitation (M € et %)	-47	125	256	118	355	965	1544
Résultat net consolidé (M €)	-118	87	141	76	265	632	999
Cours le plus haut (€)	50	55	72	65	108,4	463	1160
Cours le plus bas (€)	24,9	31	40	45,2	62,9	101,7	472

(source : rapports annuels)

Une valeur historiquement « cyclique »

Fin 2004, l'analyste précédemment cité justifie ainsi le choix opéré : « *Plus d'un tiers du chiffre d'affaires se fait dans le pétrole et c'est là où ça bouge.* » Ce que corroborent les propos du responsable investisseurs de la société.

« Toute l'histoire récente de L., au moins jusqu'en 1997, ce sont des cycles de cinq ans environ. Une bonne année, voire une bonne année et demie, une mauvaise année et deux ou trois années moyennes. Quand on regarde l'évolution du cours de Bourse des années quatre-vingt à 2003, on retrouve que, à chaque période où le prix est bas, cela correspond à des contre-cycles. La stratégie du groupe avait consisté à rééquilibrer les cycles pétroliers par d'autres activités, qui n'ont pas les mêmes cycles, notamment l'automobile et la mécanique. (...) Dans ces années, L. est présentée comme une valeur cyclique, relativement spéculative. Il fallait acheter en bas de cycle pour revendre rapidement en haut de cycle. Ce n'était donc pas une valeur de père de famille. »

L'histoire de la société s'inscrit dans les crises de surcapacité, rencontrées par la sidérurgie en 1995 et la reconfiguration du secteur. L'alliance réalisée en 1997 avec un concurrent allemand, est citée par le management comme un tournant décisif. Sa connotation industrielle détourne cependant les investisseurs durant la fin des années quatre-vingt-dix. Au début des années deux mille, le groupe est confronté à des difficultés économiques et financières. À partir de 2004, le cours enregistre des progressions extrêmement fortes.

Des évolutions dans la structure des analystes de couverture

Au début des années deux mille, le groupe fait l'objet d'une couverture par un nombre circonscrit d'analystes français. En 2006, le nombre d'analystes financiers suivant la société a fortement progressé, en liaison avec les initiations de couverture opérées par les analystes anglo-saxons.

« Avant 2000, poursuit le responsable investisseurs, la communication financière se réduisait à une réunion annuelle à l'occasion de la publication des résultats. Les analystes étaient ceux de la place parisienne : SG, Chevreux, Exane, Fortis... encore que, non, ils ont dû rentrer après. En gros, cinq

analystes parisiens. C'était à la bonne franquette : " on sort d'un cycle baissier, mais les orientations sont bonnes désormais, la structure financière est saine ". L'idée était de donner un gage de sérieux. On avait l'image d'une société qui focalisait sur son métier, rigoureuse, peu communicante, mais fiable. »

« En fait, le changement d'appréciation se fait en 2005, avec le rachat de minoritaires. En 2002, on fait un profit warning en anticipant les mauvais résultats de 2003. En 2004, quand les résultats sont sortis, les analystes avaient du mal à nous suivre. Ils sortaient une note tous les mois. En fait, cela s'est fait par les banques américaines. On a été découverts par les analystes américains. Mi-2005 on a commencé les road-shows aux Etats-Unis (...). Goldman Sachs, c'est 2006, Crédit Suisse, la première étude sort, là.(fin 2006) »

La question du « modèle » de valorisation et des comparables

« Nous on leur dit : " on n'a pas changé de structure ". Mais le regard est porté de manière différente, explique le responsable investisseur, qui rappelle : Fin 2003, la Chine dessert ses investissements et les matières premières explosent. En février 2004, on enregistre trois mois d'activité. "Le retour des commodities". On ne savait pas très bien où se placer, dans l'acier ou dans le pétrole. Avec Arcelor, oui mais il y a l'automobile, la mécanique. Le pétrole, oui, mais c'est différent de Technip ou de Géophysique (...). SG nous met en "capital goods". Pour Morgan Stanley, on est "oil and gaz", et pour Crédit Suisse on est "steel". Si vous prenez les comparables. Pour les services parapétroliers, comme Technip, le PER est de 20. Or, nous, on est plutôt à 6 ou 7 fois l'EBITDA en 2007. Nos valorisations sont plus proches des steel compagnies que du reste, mais ça ne marche pas. »

Selon les études réalisées fin 2003 - début 2004, les analystes qui suivent L. la comparent à d'autres sociétés des secteurs « acier » comme Arcelor, VoestAlpine, Salzgitter, Corus ou « machinery » comme Siemens ou Pirelli. En 2005, une étude présente un panel mixte, incluant Arcelor, Tubacex d'une part et Technip, Géophysique, Bourbon, SBM Offshore d'autre part. Ces sociétés de services pétroliers présentent des comparables nettement supérieurs à ceux de L. et plus largement au secteur acier ou au secteur des tubes. Au sein de ce dernier, la comparaison est réalisée avec Z., qui réalise les mêmes produits que L., mais majoritairement vendus sur le marché pétrolier. Les argumentaires sont ciblés sur la pertinence des décotes.

**Tableau 17 – Évaluation de L. sur la base de multiples, en 2006
(extrait d'un rapport d'analyste)
Price Earning (PE) de L. : 8**

Segment tubes	Price Earning	Segment acier	PE	Segment services pétroliers	PE
M.	8,2	S.	9	S.	24,9
L.S.	7,9	V.	11,9	S.B.	21,1
US S.	9,9	R.	12,6	T.	26,4
Z.	13,3				

La hausse du titre conduit à des réajustements constants. En janvier 2006, alors que le titre cote 577 €, un analyste propose un prix cible à horizon de douze mois de 660 €, moyenne pondérée de trois scénarios : un scénario bas avec un cours à 470 € avec une probabilité de 15 %, un scénario de référence avec un cours à 620 € avec une probabilité

de 50 % et un scénario haut avec un cours de 800 € avec une probabilité de 35 %. Début mars, puis mi-mai 2006, alors que les résultats 2005 corroborent les prévisions et sans véritable changement de prévisions pour 2006, l'objectif de cours est revu à 840 € puis 1200 € pour un cours de respectivement 695 € et 766 €.

« Cycle peak continuing, but for how long ? », titrait fin 2005 un rapport d'analyste. « *En fait il y a deux manières de voir les choses, reprend le responsable investisseurs. Ceux qui disent que cela ne va pas continuer comme ça... Et ceux qui considèrent que l'on est sous-valorisé de 20 % à 30 % si on nous compare à Z., qui est lui-même sous-valorisé par rapport aux services pétroliers, de 20 % à 30 %. Pour ces brokers, les fondamentaux sont là. Il n'y a pas de spéculation sur le titre. La valorisation est saine et même sous-pondérée (...). Je me suis intéressé à l'identification des actionnaires. Devinez qui sont les actionnaires qui sont sortis ? Les Français, car pour eux, la ligne était intenable. Les salles de marché françaises, on leur raconte l'histoire depuis tellement longtemps qu'elles ont dit : "à 200 euros, vendez". En revanche, les Anglo-Saxons, ils nous valorisent à 260¹²⁷. En fait cela ne pose pas de problème si on entre dans le modèle. L'inconvénient, quand même, avec les Américains, c'est qu'ils ne s'intéressent pas aux autres activités. Donc on essaie de renforcer le message en disant que l'on n'est pas que pétrole. Les Américains, ils n'en ont rien à secouer. Ils me disent : "quand vendez-vous l'automobile ? – Cela vient d'être fait en partie. – Et la mécanique ?". Mais on leur dit : "vous vous trompez (...)"*. On a fait un bide à la présentation de septembre. On a fait toute une présentation sur la diversification dans la mécanique. Il n'y a eu aucune question. C'est comme dans les road-shows. Personne ne pose de questions sur la mécanique. C'est plutôt : "le prix du gaz... ? La graine commence à germer si l'on regarde l'étude de X. Il met en évidence l'orientation longue sur les tubes sans soudure pour les centrales électriques". Moi, je dis "le modèle économique est celui des cycles industriels mais avec des cycles de durée longue". On est persuadé que l'on a un modèle durable de croissance mais avec des risques. »

Selon la catégorie d'appartenance, le regard porté sur la société cotée change. Le secteur d'appartenance induit certains schémas de pensée, porteurs d'une modélisation qualitative plus ou moins implicite, au regard de laquelle l'entreprise est appréciée. Cette modélisation tend à s'imposer aux analystes financiers même s'ils peuvent être, pour certains d'entre eux, parties prenantes lors des changements de catégories.

Ces développements conduisent à la proposition de recherche suivante :

P2 : Le jugement, porté par les analystes financiers sur les sociétés, est structuré par des schémas de pensée (« frame »), propres au secteur d'appartenance de la société.

Ce processus de catégorisation et d'interprétation a été étudié pour ce qui concerne l'appréhension des sociétés cotées. Il se décline également au niveau de toute information.

¹²⁷ Le nominal de l'action a été divisé par cinq courant 2006.

3.2. Une catégorisation et une interprétation des informations en référence au « marché »

Les développements précédents ont insisté sur le critère de démarcation sectorielle, tant pour la couverture d'une société que pour son évaluation. L'analyste se trouve également confronté à des modalités de catégorisation de l'information, présentant cette double nature d'être à la fois construites par les différents acteurs et, in fine, retenues en tant que telles.

Parmi les principaux changements évoqués sur ces dernières années, la pléthore d'informations est couramment mentionnée aussi bien par les analystes financiers, sell-side ou buy-side, que par les gérants. Les analystes financiers pointent ainsi les difficultés rencontrées, lors du processus de sélection de l'information qui pourra faire sens.

Le rapport au marché fonde les deux principales distinctions retenues de manière récurrente par les analystes sell-side, constituées par les informations « intégrables » ou pas, ainsi que par les informations « intégrées » ou non par le marché. La seconde distinction fera l'objet de développements dans le chapitre suivant dans le sens où, si cette règle est couramment énoncée et mise en pratique, elle ne conduit pas à détourner, a priori, un ensemble donné d'informations.

La distinction entre informations intégrables et non intégrables ou entre informations financières et non financières renvoie, en revanche, à une partition plus structurelle et plus ou moins consciente ou explicitée.

La détermination institutionnelle de ce processus de sélection est mise en exergue par Zajac et Westphal (2004). Ils étudient ainsi comment l'adoption des plans de stock-options a été diversement interprétée et valorisée par les marchés financiers. Plutôt négative dans les années soixante-dix, cette perception est devenue positive à partir du milieu des années quatre-vingt, en référence à l'interprétation donnée par la théorie de l'agence. Plus largement, la question des Investissements socialement responsables (ISR) fait transparaitre, en creux, une partition entre informations financières et « extra-financières¹²⁸ ».

Nous essayerons ainsi de cerner la manière dont les analystes appréhendent cette dichotomie, sans développer véritablement d'analyse sur l'émergence de ces préoccupations et la constitution d'un véritable « champ organisationnel », qu'un analyste sell-side spécialisé décrit rapidement : « *L'ISR a plutôt commencé par les buy-side, et les grands drivers sont essentiellement législatifs. Je parle d'ISR et non d'éthique, la conséquence de l'épargne salariale, la loi NRE, la loi Fabius. Tant est si bien que l'on est passé de fonds d'épargne salariale au départ, en 1995, avec des acteurs publics avec quelques centaines d'euros d'actifs tout confondus à une quinzaine d'acteurs (en ce qui concerne la gestion) et des actifs autour de 12*

¹²⁸ À notre sens, les informations appartenant au champ de l'ISR, dites « extra-financières » ne représentent pas l'ensemble des informations non financières. Cet aspect n'a pas donné lieu à une analyse en tant que telle, mais on peut citer, à titre d'informations non financières, les informations relatives aux modes d'organisation.

milliards d'euros. L'apparition des agences de notation, l'impulsion d'Arese, puis de Nicole Notat, un double rôle de lobbying qui a bien marché, une impulsion du CIE. » (AS21).

L'analyse de l'information, au travers des structures interprétatives communément retenues, est également effectuée sur l'information comptable. Différentes recherches précédemment réalisées se sont interrogées sur une relative « méconnaissance » des processus comptables, jugée paradoxale au regard de l'importance des indicateurs quantitatifs retenus, notamment du bénéfice par action¹²⁹. Le changement de référentiel de normalisation, relatif à l'adoption des normes internationales, offre l'opportunité d'aborder différemment la manière dont les analystes portent leur regard et se réfèrent à ce type d'information.

3.2.1. Les informations considérées comme « intégrables ou non » par le marché : le cas des informations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG)

La pléthore d'informations est un phénomène couramment mentionné par les analystes sell-side des grandes maisons couvrant les grandes capitalisations, un peu moins marquée dans les autres cas. La synthèse de ces informations peut déjà faire l'objet d'un travail en soi, explique une analyste sell-side d'une grande maison : « *On a Reuters sous les yeux toute la journée, toute la journée. On a donc entre quatre et cinq heures d'absorption de l'information, de digestion de l'information, quelle qu'elle soit. Et par les filtres Internet, on a tous les journaux. On peut lire plein de choses différentes, le Canard enchaîné, la presse spécialisée...* » L'information donne lieu également à investigation, poursuit-elle : « *Il y a un côté Sherlock Holmes. Ça donne un analyste qui va à Moscou, qui travaille sur un autre secteur et qui revient en disant : "j'ai vu D., c'est le patron de T., avec tel mec (...). Dans l'avion Paris-Houston, vous êtes encadré par des gens qui bossent dans le domaine pétrolier (...). Et au dîner, la sœur du copain qui vous dit que... (...). Tout est source d'informations.* » (AS12).

La recherche d'exhaustivité, puis la sélection de l'information, représentent des enjeux en soi. Spontanément, aucun analyste ne cite de catégories d'informations directement exclues ou rarement prises en compte. Or le développement actuel des investissements socialement responsables met spontanément en exergue les informations à caractère environnemental, social et de gouvernance. Il acte, de fait, une évolution dans leur prise en compte.

Ce phénomène illustre donc, en creux, l'exclusion opérée antérieurement de manière plus ou moins explicite. Les modalités de cette prise en compte sont cependant loin d'être tracées. L'intégration de ces informations a-t-elle vocation à être circonscrite à des portions ciblées de marché ou à être, et dans quelles mesures, généralisée ?

Une intégration circonscrite ou potentiellement généralisable

L'analyse de l'intégration de ces informations fait apparaître l'alternative d'une intégration circonscrite à certains acteurs, investisseurs et analystes, ou potentiellement généralisable à l'ensemble du marché financier.

¹²⁹ Cf. revue de littérature

Ces informations font l'objet, de la part des analystes sell-side non ISR, d'une attention qui demeure très relative, mais appelée à évoluer selon l'attention portée par les clients.

Interrogé sur ce sujet fin 2004, un analyste sell-side spécialisé sur le secteur des mines et de la sidérurgie répond : « *C'est une problématique importante sur mon secteur. Pour l'instant, on en tient compte d'un point de vue marketing. On organise des séminaires sur ce thème. Pour nous, c'est l'occasion de faire venir les clients et de "leverager" sur les commissions que l'on peut avoir de leur part.* (IC : – *L'idée, c'est que cela devienne une préoccupation pour vos clients ?*) – *Tout à fait.* » (AS3).

Cette prise en compte par les clients est alors fonction, soit de leur préoccupation respective, soit de l'impact potentiel sur la valorisation traditionnelle. Au cours d'échanges sur la valorisation des entreprises de transport, une analyste sell-side déclare à ce sujet : « *Le développement durable est pris en compte par les fonds éthiques. Mais ce ne sont pas mes clients. Si, un jour, il y a une taxe pollueur, on s'y intéressera un peu plus.* » (AS20).

Les propos de cette analyste ouvrent sur la problématique du caractère « socialement responsables », destiné à qualifier des investissements susceptibles de n'intéresser qu'une catégorie circonscrite d'investisseurs, ou à être intégré, pour l'ensemble des titres, comme critère d'appréhension des risques.

Un partage est réalisé, selon les attentes des investisseurs, entre un ISR « éthique ou militant » fondé sur des convictions et un ISR « financier ». Ce dernier possède les mêmes critères de performance que les fonds classiques mais considère, de manière « pragmatique », que l'ISR permet la prise en compte de risques à moyen et long terme ou une meilleure réactivité face à certaines mutations. (Brito 2006, Azoulay et Zeller (2006).

Azoulay et Zeller (2006) proposent deux autres qualifications : celle de « satellite versus core », et celle de « niche versus mainstream ». La première met l'accent sur la complémentarité des deux approches, mais la seconde est considérée comme plus représentative.

La première catégorie d'ISR, « de niche », est symbolisée par la distinction de certaines classes d'actifs ou l'adoption d'un style particulier de gestion. Des mécanismes de filtrage sont ainsi mis en place, sur la base de mécanismes de scoring, conduisant à réduire ou à exclure certaines sociétés. Une gérante spécialiste en fonds ISR explique : « *L'ISR c'est comme un filtre préalable. L'univers de 300 valeurs que nous avons choisi est dépollué, si j'ose dire, des sociétés qui ne répondent pas à une batterie de critères mis au point par nos analystes ISR, avec l'aide des agences de notation. On met des notes de +2 à -2, et à partir de -0,5, on annule tout et on exacerbe les ISR positifs. Et puis, nous construisons notre portefeuille de manière classique (G8).* La question de la performance est néanmoins concrètement posée. « *Le benchmark reste le benchmark, poursuit cette gérante, mais on n'hésite pas à prendre des positions plus contrastées. S'il y a une valeur pétrolière que l'on n'a pas le droit d'avoir, on essaiera de pondérer par une autre pour ne pas être sous-investi dans ce secteur. Ce qu'il faudrait arriver à faire, c'est à peu près l'indice, en ayant un portefeuille où près de 40 % de l'indice soit exclu.* »

La seconde catégorie d'ISR, qualifiée de « mainstream », considère l'ISR comme un critère supplémentaire de décision. « *Imaginez,* raconte un gérant, *que tout le monde soit dans une analyse de couleur bleue et vous vous arrivez avec une analyse de couleur rouge ou verte.*

Instantanément, vous apportez des éléments d'informations complémentaires extraordinairement discriminants (...). Le rôle de l'analyste ISR n'est pas de faire que le rouge ou le vert prime sur le bleu, mais quand vous avez du rouge ou du vert, vous voyez encore plus facilement le bleu. C'est une méthode de contraste supplémentaire. » (G5). Cette dimension de contraste se révèle plus ou moins nécessaire selon la capacité des informations « financières » à opérer la sélection entre les sociétés, en raison soit du contexte économique, soit de leur propre manque de prévisibilité. *« C'est toujours pareil. Quand tout va mal, la notation s'arrête à la capacité financière de l'entreprise, mais quand tout va bien, ils cherchent des informations extra-financières pour discriminer »,* explique un analyste financier spécialisé ISR en parlant des agences de notation. Un gérant fait plutôt allusion à certains scandales : *« Le concept est en train de prendre, car on a constaté des dérives (...). Quand vous êtes sur une route, est-ce que vous avez besoin d'une ligne blanche ? Vous allez me dire non. La ligne blanche, elle vous sert à deux choses : vous alerter d'un virage qui peut paraître traître et que l'on ne peut voir, et pour rappeler aux fous-dingues, qui font des dépassements en côte, qu'il vaut mieux s'abstenir. »* (G5).

La distinction opérée au niveau des investisseurs se décline au niveau des analystes financiers. *« Il y a deux écoles,* répond à cette question un analyste sell-side spécialisé ISR. *La vérité, aujourd'hui, c'est qu'il y a plutôt des gens spécialisés en buy-side et en sell-side. Nous, on a plutôt essayé l'intégration, faire en sorte que chaque analyste prenne en compte cet aspect-là. »* L'analyse présentée ci-après intègre ainsi deux niveaux, celui de l'appréhension par l'analyste sell-side ISR et celui relatif à la manière dont il conçoit la diffusion de son approche à ses collègues plus « traditionnels ».

De l'existence d'une traduction financière

La prise en compte de cette catégorie d'information apparaît dépendante de deux piliers structurels, intrinsèquement liés dans le cas de « l'ISR mainstream » : l'expression de besoins de la part des clients et la traduction financière de leurs impacts.

Cette traduction financière se concrétise, pour les investisseurs, par la création d'objets de placement. Ces derniers, explique un gérant, inscrivent l'ISR dans une perspective durable : *« La S. a sorti une étude sur la gouvernance. Elle a eu l'idée de génie de créer des études thématiques et de voir si on pouvait faire un produit indicé à partir de cela (...). La contestation de l'irréversibilité de l'ISR était qu'on ne pouvait le rendre financier sous forme de placement. Si vous lui donnez une forme de placement, et donc une forme de rentabilité, vous le rendez réel. Si vous arrivez avec le sexe des anges à gagner de l'argent ou à en perdre, vous lui donnez une réalité. »* Ces propos font échos à l'analyse de Brito (2006), qui note également le développement de l'offre sur le marché de l'ISR.

Pour les analystes « classiques », cette traduction financière s'opère essentiellement par une anticipation des risques, éventuellement par une analyse des opportunités. Si des difficultés de traitement des informations économiques, sociales et de Gouvernance (ESG) peuvent être invoquées par les analystes « classiques », la principale résistance réside, d'après l'analyste ISR, dans l'évolution des cadres de pensée.

L'argument de l'absence de référents opérationnels, gages d'un certain sérieux de la démarche, peut être brandi par les analystes traditionnels. Fin 2004, la responsable d'un bureau d'étude exprime son doute : *« Je ne sais pas s'il y a des échos là-dessus. Je m'y étais intéressée pour proposer une offre de publication dans ce domaine. Mais cela nécessiterait certains*

moyens. *Tant qu'il n'y a pas de normes, de critères fixés, c'est plus du marketing qu'autre chose.* » (AS4). Outre la question de l'effet de mode, les analystes financiers affichent parfois un certain doute sur les pratiques des sociétés. *« La notion de développement durable dans le pétrole me fait rigoler. C'est exactement un développement non durable. Ce n'est pas une ressource infinie. Après, ils ont tous leurs affaires. Après, ils font un peu plus attention ou ils sous-traitent plus. Bon, je suis cynique car ils font un peu d'efforts. »* déclare un analyste sectoriel (AS2).

La fiabilité et l'homogénéité des informations sont effectivement citées, par les analystes ISR, comme une des difficultés rencontrées dans leur travail, comme l'explique l'un d'entre eux : *« Mon problème, c'est que le champ de l'information financière est très cadré, très homogène, de les descentes des comptes, qui sont homogènes d'un pays à l'autre, d'une société à l'autre d'un secteur à l'autre. Sur les aspects extra-financiers, on a de l'hétérogénéité de tous les côtés, du reporting des boîtes, d'un pays à l'autre, d'une réglementation à l'autre, des engagements volontaires. Et pour aider tout cela, une absence de moyens. Là où il faudrait 50 fois plus d'analystes, il y en a 300 fois moins.*

Cette recherche de traduction financière peut emprunter diverses voies. La mise en évidence d'une relation quantifiée entre la performance sociétale et la performance financière apparaît comme celle présentant le plus d'enjeux.

Cette traduction peut s'opérer par l'anticipation d'opportunités. *« La perception générale de la plupart des analystes, c'est que la construction environnementale et durable, c'est l'apanage de la communauté hippie. Alors que cela représente un marché de 600 milliards de dollars en Europe sur les cinq prochaines années »,* explique un analyste ISR.

Cette traduction peut aussi s'appréhender par la concrétisation de risques, aspect effectivement relevé par des analystes classiques, selon leur appartenance sectorielle. *« Le développement durable, c'est une problématique importante dans mon secteur, déclare l'un d'eux. Cela concerne les sociétés qui ont un héritage important, d'un point de vue industriel, et qui ont des sites qui ont été très polluants. »* (AS3). Un autre analyste sell-side mentionne : *« C'est comme Saint-Gobain et l'amiante. En un jour, Saint-Gobain a perdu 25 %. " Ah oui ! au fait, on l'a mis dans le rapport annuel qu'il y a de l'amiante mais le risque est sous contrôle ". Les analystes auraient pu prévoir, surtout les Américains, car ils avaient vu Ford en décembre (...) être attaqué sur les plaquettes de freins. »* (AS6). Malgré une comptabilisation sous forme de provisions, l'analyse demeure, de l'avis d'un analyste ISR, peu approfondie : *« L'analyste lambda, ces provisions pour risques, il ne va pas les regarder dans le détail (...). Il va regarder Areva, pour le démantèlement des installations nucléaires – enfin, ils les ont divisées par deux avec l'actualisation.(...) Et aussi l'amiante car il voit les procès s'accumuler. »* L'aspect réglementaire est ainsi clairement mis en évidence. *« Le chemin de la traduction financière des enjeux environnementaux, c'est la réglementation, ça c'est clair »,* déclare un analyste ISR.

Au regard de ce critère, les informations environnementales sont considérées comme les plus facilement intégrables par l'analyse classique. Selon la catégorie d'information, l'existence d'une telle traçabilité n'apparaît cependant pas toujours aussi nettement, et ce, malgré l'existence de réglementation. L'absence de modalités d'évaluation claires est ainsi le premier argument invoqué pour expliquer l'absence de prise en compte des informations sociales. *« Vous connaissez S. ?, demande un analyste sell-side spécialisé ISR. J'aime bien travailler avec eux car ils ont une vraie vision de l'intérieur de la vision sociale. Mais ils font des commentaires, pourtant ce sont des experts-comptables, mais ils sont incapables de donner une*

évaluation. La traduction financière des aspects sociaux, c'est un graal hors d'atteinte. » Cet argument est également mis en exergue par D'Arcimolles (1997), dont l'enquête, réalisée à ce sujet auprès d'analystes financiers, révèle des difficultés dans l'obtention de ces informations, dans l'appréciation de la rentabilité et des risques, dans la compréhension et l'analyse. Son enquête révèle également que si le bilan social est lu par la quasi-totalité des analystes interrogés, très peu l'utilisent¹³⁰.

Le problème ne se situe cependant pas forcément dans l'absence d'une véritable traduction quantitative. L'intégration peut en effet se réaliser de manière plus qualitative. *« Le lien entre le financier et l'extra-financier, pour moi, personne ne le trouvera, déclare un analyste ISR. En Bourse, vous avez des sociétés qui ont un même PER mais qui ne sont pas valorisées de la même façon, car il y a des surcotes ou des sous-cotes, données à la qualité du dirigeant, qui sont de la pure perception ».* Lucas-Leclin (2006) décline également cette approche au travers du calcul du bêta, en mentionnant également cette modalité pour l'intégration de la qualité du management. Un analyste ISR souligne alors : *« Cela restera du domaine du qualitatif. La valorisation, c'est de la perception. »*

La construction de la perception

L'intégration des informations ESG nécessite, donc, en premier lieu, une modification de la perception et des structures de réflexion. *« L'idée, explique un analyste ISR, c'est que les analystes lèvent leur nez et qu'ils rallongent un peu leur horizon. C'est la principale résistance avec laquelle on doit composer aujourd'hui. Le court-termisme des salles de marché (...). La sécurité d'approvisionnement, c'est un enjeu de sécurité nationale. Ce n'est plus une vision de la planification à cinq ans mais à vingt ans. C'est intéressant, car cela donne aux investisseurs une visibilité très forte. C'est un bon exemple pour les analystes, vingt ans d'un côté, six mois de l'autre. »* La question de l'horizon temporel est également mise en évidence par Eglem et Saghroun (2006) comme élément explicatif du manque d'attrait suscité par les questions environnementales chez les analystes traditionnels, en particulier chez les sell-side.

Cette question de la perception se pose avec d'autant plus d'acuité pour les informations sociales, tant par les analystes ISR que par les analystes traditionnels. *« Ça reste le parent pauvre, c'est clair »,* déclare un analyste ISR. Retenant la même formulation, Montagne et Sauviat (2000) soulignent la quasi-inexistence, de la part des analystes, de demandes d'informations relatives à la gestion sociale. À ce titre, elles citent, notamment, les résultats d'une enquête réalisée par Price Waterhouse en 1997 pointant le relatif désintérêt des analystes financiers vis-à-vis des données sociales. Cette situation peut également être illustrée par le fait qu'aucun des analystes rencontrés n'a cité, à titre d'interlocuteur, le responsable des ressources humaines. A contrario, comme le montre l'étude réalisée par Trébucq (2006), les indicateurs relatifs au « capital humain » ne sont délivrés par les entreprises du SBF 120 qu'avec parcimonie. Si la question de la visibilité se révèle incontournable pour une réelle prise en compte, comme le développent

¹³⁰ D'après les résultats de l'enquête, 93 % des analystes lisent le bilan social. La réalisation de ce dernier par entité juridique interroge sur la catégorie des sociétés couvertes. La structuration sous forme de groupe, d'un nombre important de sociétés cotées, laisserait supposer en effet que les analystes interrogés lisent les bilans sociaux de chacune des filiales.

Hoarau et Teller (2001), les difficultés d'intégration résident dans les perceptions induites et les interprétations afférentes.

Une multiplicité des perceptions entre les différents acteurs du champ social, et donc une absence de référents est invoquée au niveau même de l'analyse ISR : « *On a du mal à faire une analyse de responsabilité. L'impact de la responsabilité dans les risques sociaux, c'est plus difficile. Les mêmes causes n'ont pas toujours les mêmes effets.(...) C'est plutôt une boîte responsable, qui anticipe sur un plan social et qui n'aura plus de licenciements, ou une boîte irresponsable ? Même les syndicats ne sont pas d'accord entre eux* », déclare un analyste sell-side ISR¹³¹.

En ce qui concerne les analystes classiques et plus globalement le marché financier, une résistance certaine est mentionnée face à ce type d'information. « *Avant, personne ne s'y intéressait*, déclare un gérant d'une grande société d'investissement. *On considérerait même que cela se mariait mal. Il y avait une lecture, peut-être plus en France qu'ailleurs, car en France, il y a une grande opposition... C'est pour cela que l'on avait des fonds spécialement destinés.* » (G7).

Cette résistance peut se traduire par des modalités d'intégration très circonscrites et peu nuancées. L'emploi, concluent Montagne et Sauviat (2000), est d'abord vu comme « un coût », « une charge fixe » (p.80). Sur la question des licenciements, sur lesquels les travaux de recherche sont nuancés (Hubler et Schmidt, 1999), un analyste ISR apparaît plus tranché : « *On est quand même à une période où quand il y a réduction d'effectifs, le cours monte. L'inverse est rare* ». Hubler et Schmidt (1999) corroborent cette approche lorsque les licenciements sont associés à des restructurations¹³². La restructuration, et donc les licenciements associés, explique un analyste sell-side classique, sont interprétés comme une « *annonce d'intention* ». « *Le marché va se dire : "tiens il se passe quelque chose". En général, c'est à ce moment-là que la société se met à monter. (...) Restructurer, ce n'est pas seulement virer des gens. (...) Et quand la mécanique se met en place, on sait que dans les process de restructuration, quand ils sont réussis, vous avez deux ans. C'est ma recette à moi, je sais que j'ai deux ans qui vont être bons. Après, vous avez une phase critique.* » (AS7).

Les autres indicateurs sociaux apparaissent peu valorisés. À une question portant sur l'hypothèse de communication financière intégrant une baisse du turn-over ou de l'absentéisme, un analyste ISR répond : « *Cela n'intéressera que les analystes ISR, c'est clair. Après, ce serait sur quel indicateur, sur quel périmètre, le problème des sous-traitants. Les problèmes sociaux, c'est vraiment c... C'est fastidieux, sans résultat.* »

La question de la perception et de l'interprétation de ce type d'information, dans un contexte de développement des considérations ESG, permet de poser différemment la relation entre performance sociétale et performance financière. À un premier niveau, ces relations peuvent faire l'objet de recherches et de constats en soi. À un second niveau, cette relation peut être analysée sous l'angle de sa performativité. Gond (2006) propose ainsi une formalisation de la relation s'inscrivant dans une perspective d'institutionnalisation du marché de l'ISR. Mais son modèle peut être étendu aux différentes modalités de relations, quelle qu'en soit leur teneur. La validation de

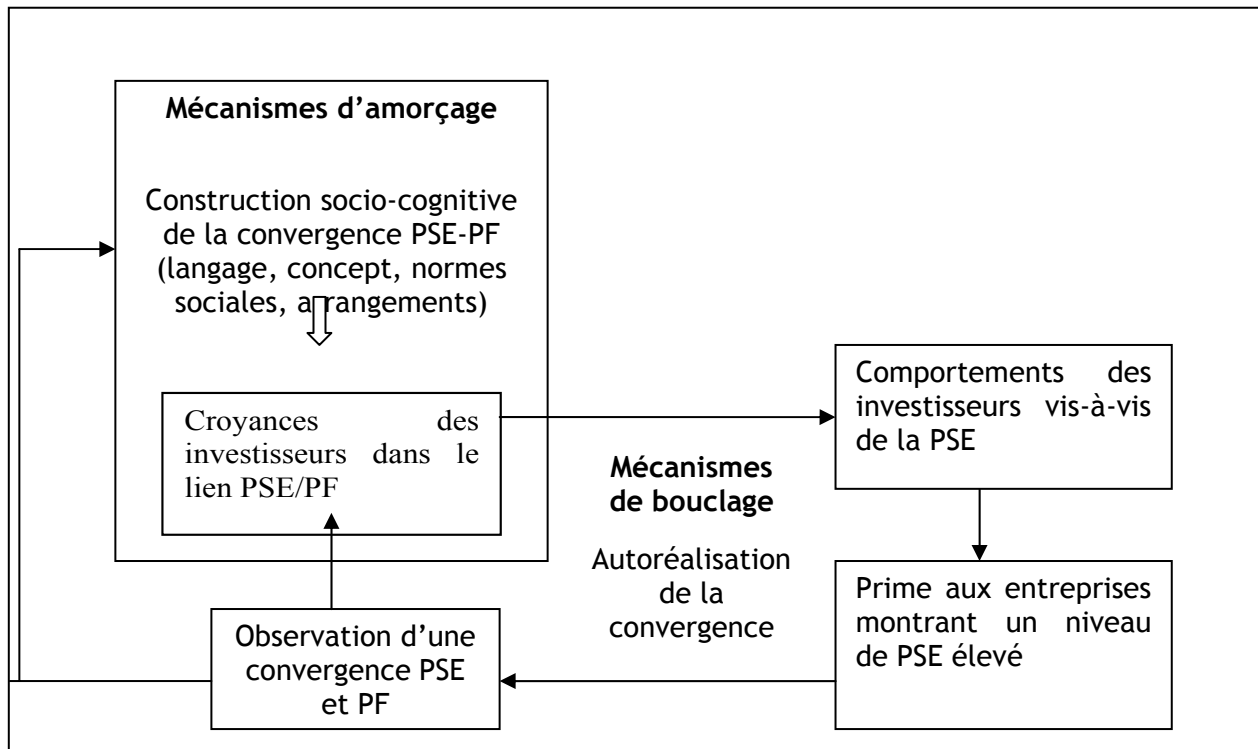
¹³¹ Cf. la conclusion de Hubler (J.) et Schmidt (G.) (1999), où cette question est également évoquée.

¹³² Des nuances sont ainsi mentionnées entre des licenciements émanant de difficultés financières jugées irrémédiables et des licenciements annonceurs de bénéfices futurs.

l'existence, ou non, de relations entre performance sociale et performance financière peut être considérée comme un moyen d'alimenter des croyances, et de participer à l'autoréalisation des anticipations allant dans le sens validé. Ce modèle, à notre sens, pourrait être complété par la contribution opérée par la réglementation.

Figure 17 – La construction sociale du lien

Performance sociale (PSE) / Performance financière (PF)
(adapté de Gond, 2006, p.7)



3.2.2. L'appréhension du changement de référentiel comptable

Les objectifs, affichés par les tenants du nouveau référentiel, sont d'apporter une information plus approfondie, de meilleure qualité, et de faciliter les comparaisons entre sociétés soumises jusqu'alors à des référentiels nationaux différents. Destinées prioritairement aux actionnaires apporteurs de capitaux à risque¹³³, les normes internationales devaient être, a priori, fortement attendues par les analystes financiers. L'intérêt modéré des analystes financiers à leur égard, que Saghroun (2003) avait mis en évidence lors de son étude réalisée sur le début de l'année 2002, évolue, sur la période fin 2004 - début 2005, vers l'expression de certaines craintes. Le retour à un intérêt

¹³³ Cadre conceptuel § 10, 12 et 14.

modéré, mi-2006, met en évidence un centrage des préoccupations, plutôt sur la question du changement, que sur le nouveau référentiel en soi.

Vécu ex ante comme un risque de perte de « repères »

Avant le changement de référentiel, les analystes expriment des difficultés à appréhender les évolutions effectives, des incertitudes eu égard aux différentes options susceptibles d'être retenues par les sociétés, et, essentiellement, des craintes liées à des pertes de repères.

Au cours des entretiens réalisés sur la période fin 2004 - début 2005, aucun analyste ne s'est félicité d'une probable amélioration de la qualité de l'information financière. La question de l'opportunité d'un tel changement a plutôt été soulevée, comme le traduit cette responsable de bureau d'analyse : *« Personnellement, je pense que l'on va dans le sens de plus de contraintes, et trop d'informations peut nuire, au final, à la connaissance que l'on a de la société. Et je ne pense pas que cela améliore la lisibilité. »* (AS3).

Des impacts particuliers sont ponctuellement cités, au rang desquels, le plus souvent, l'évolution de la réglementation sur les goodwill et la disparition des amortissements afférents, ainsi que des impacts spécifiques aux secteurs couverts comme, par exemple, l'évolution de la comptabilisation des « marges arrières » dans le secteur de l'agro-alimentaire.

Mais globalement, les analystes expriment des difficultés d'appréhension des impacts sur les comptes. Des questionnements sur les politiques comptables et les marges de manœuvre des sociétés en la matière sont soulevés, renvoyant plus globalement à une certaine méfiance des analystes vis-à-vis de l'appréciation des choix comptables, conjuguée à une relative impuissance à les appréhender. *« (Les normes internationales), c'est de la daube. On est tributaire des sociétés et pour l'instant les sociétés ne disent pas grand-chose. La société déjà dans certains segments d'activité, elle peut tromper ses auditeurs. En termes d'analyse, ça va être le foutoir car l'impact sur les grandes masses va dépendre de la politique de la société par rapport aux IFRS. »* (AS6), déclare sans ambages un analyste sectoriel d'une grande maison. Ces propos se révèlent très proches de ceux d'un responsable de bureau d'analyse : *« Cela me laisse totalement froid. Ça va opacifier les comptes (...). Quand vous parlez aux auditeurs, ils vous le disent. Les latitudes demeurent. Elles ne sont plus là où elles étaient, mais elles demeurent. »* (AS5). Une analyste mid caps illustre concrètement un choix réalisé : *« Les bons ont déjà anticipé. Par exemple, P.. Les murs appartenaient à des particuliers et des institutionnels. Il y avait la possibilité de rachat au bout de vingt ans. En fait, ils l'ont annulée pour ne pas avoir à activer les murs. »* (AS17). La question de l'objectif d'amélioration de la comparabilité est soulevée. *« Ces normes comptables sont présentées comme plus objectives mais, en fait, quand on rentre dans le détail, à peu près sur chaque poste de bilan, vous avez des options et des choix subjectifs à faire. Donc, soit les entreprises d'un même secteur prennent effectivement les mêmes choix, soit elles ne seront pas comparables... »* fait remarquer un analyste membre de la commission IFRS de la SFAF (AS11).

L'absence relative de communication financière ressentie à ce sujet entretient un certain attentisme. *« C'est vrai que c'est flou. On sait à peu près les postes influencés, mais on a du mal à savoir avec quelle amplitude. Par exemple, pour tout ce qui est profits et pertes de change, les instruments de change vont être valorisés à la valeur du marché et les variations vont passer dans le*

compte de résultat. Donc, je sais que mon compte de résultat va être plus volatil qu'avant mais de combien ? Il peut y avoir les provisions pour retraite, mais là, les sociétés sont motus. De manière générale, les sociétés communiqueront au dernier moment pour 2005 », déplore un analyste du secteur pétrolier (AS13).

Le changement de référentiel comptable n'est donc pas appréhendé comme l'opportunité d'une amélioration de l'information communiquée. Les préoccupations des analystes se portent sur les répercussions effectives, liées à l'interprétation qui sera réalisée par les sociétés, auxquelles il revient, selon eux, de communiquer sur les impacts des nouvelles règles du jeu. *« Aujourd'hui, on change le système, c'est comme si on changeait le code de la route. Et le 1^{er} janvier, on va avoir des comptes qui auront une autre tête, il va falloir qu'on nous explique. »* (AS6).

Les principales préoccupations sont donc afférentes à la perte de repères, tant historiques que prospectifs.

Les changements risquent d'introduire une rupture au regard des données historiques *« Moi ce dont je me méfie c'est la revalorisation des actifs et les dépréciations. Je pense que c'est un changement de repère, donc un changement interne. Au final est-ce que cela va apporter quelque chose... »* (AS4) s'interroge la responsable d'un bureau d'analyse.

Par ailleurs, la mise en exergue d'une possible augmentation de la volatilité des comptes soulève suscité des interrogations sur la perte de repères à venir. À une question posée sur l'amélioration de l'information prospective, un analyste répondit : *« Moi, je me méfie. Les provisions de caractère général n'existent plus. Chez V., ils ne peuvent plus dire : "il y a un risque de guerre au Nigeria, on va provisionner". Mais ils rebalancent cela sur autre chose. Il va falloir actualiser les parts de marchés. On est en train de passer d'une valeur d'acquisition à des valeurs de marchés et les valeurs de marché, on connaît. La valeur d'une société peut être sur ou sous-évaluée... »* (AS6).

Résumant une opinion globalement critique, un analyste conclut en ces termes : *« Cela va rendre les résultats des sociétés très volatiles, donc peu prévisibles. Pendant un temps, cela va mettre les analystes sans aucun repère, car même s'il existe une obligation de publication d'un pro forma sur l'exercice 2004, il faut quand même un certain temps pour intégrer les nouveaux repères. »* (AS14).

Considéré, ex post, comme un « non-événement »

La position sur une éventuelle amélioration de l'information n'a guère évolué au cours des entretiens de 2006. La question posée sous une forme financière, un analyste sectoriel y répond implicitement en substance : *« C'est comme les IFRS dans la comptabilité. Est-ce que cela change la perception que l'on doit avoir de la valeur ou est-ce que cela ne devient pas plus de bruit autour du message ? »* (AS15). La seule avancée véritablement reconnue est celle relative à la communication d'indicateurs sectoriels, concernant plus particulièrement les petites et moyennes capitalisations, comme l'explique une analyste attachée à ce segment : *« On a plus d'information. Il est obligatoire d'avoir le chiffre d'affaires, le résultat décomposé par zone géographique et par secteur. Avant, ils ne voulaient pas le donner à cause de la concurrence. »* (AS21). Sur les autres modifications, les sentiments sont plus mitigés : *« C'est plus crédible sur la dette. Ça, ça me plaît bien. Il y a des choses que je continue à trouver conceptuellement monstrueuses. Les stock-options, ça ne passe pas. On peut refléter une dilution*

perpétuelle. Il y a d'autres moyens » (AS19), exprime un analyste sectoriel au cours du seul dialogue réellement étayé sur le sujet.

L'absence de véritable changement prédomine. La première explication avancée a trait à l'existence d'impacts jugés relativement faibles sur les comptes : « *Ça n'a rien changé. Dans le pire des cas, ça a eu un impact sur les BPA de 5 %. Sinon les surveurs étaient déjà retraitées. Dans les mids, c'était difficile d'avoir un résultat par division. On a un peu modifié notre grille* », résume une analyste mid caps (AS17).

La seconde explication met en évidence les modalités d'adaptation aux changements de repères, par une modification des référents, en termes de mesure. « *Les nouvelles normes n'ont pratiquement rien changé. En fait, maintenant, on part des nouveaux montants et on déplace le curseur. On se dit que les entreprises peuvent s'endetter jusqu'à...* », explique une analyste mid caps (AS21). Sur le même sujet relatif aux conséquences d'une augmentation de l'endettement facial d'un groupe du CAC 40, un analyste financier buy-side explique qu'il se fonde sur l'absence de modification de la note accordée par les organismes de notation financière.

Quelque peu cyniques, deux analystes « stars » considèrent que cette facilité d'adaptation est liée, pour l'un, à la portée relative des indicateurs comptables : « *On disait ça aussi à l'époque : "on va perdre nos repères". On va sur des bases un peu différentes qui vont modifier le curseur mais en dehors de cela. Les bénéfiques par action, ce n'est pas cela qui fait une idée.* » (AS18) et, pour l'autre, à la facilité de reconstruction des repères. « *Ça, les repères. Comme les gens ont des repères qui ont une durée de vie rétroactivité d'environ 12 mois. On leur donne un pro forma de l'an dernier et cela suffit. C'est triste, mais c'est comme cela.* » (AS19).

Ces développements conduisent à formuler la proposition de recherche suivante :

P3 : Le changement de référentiel comptable ne modifie pas la perception, par les analystes financiers sell-side, du contenu informationnel des données comptables.

À l'instar de la modélisation des sociétés couvertes, les analystes financiers procèdent à une interprétation de l'information en référence à des règles et des repères établis. L'étude de ces règles, à l'occasion d'évolutions ou de changements marquants, permet sans doute plus facilement d'évoquer ce construit, qui s'impose pour la grande majorité des acteurs et que d'autres tendent à faire évoluer. Ce changement se traduit par la mise en œuvre des processus de classification et d'interprétation mettant en jeu les autres acteurs du marché, comme les clients ou les sociétés.

L'analyse des systèmes relationnels et des systèmes symboliques met en évidence la manière dont le processus de formation du jugement des analystes financiers sell-side s'articule à celle de leurs clients et des autres analystes en insérant l'analyste dans des structures cognitives d'ensemble. L'analyse du rôle et des impacts du « consensus des analystes » parachève cet arrimage de l'analyste sell-side aux autres acteurs du marché.

4. La construction d'un artefact cognitif de dimension institutionnelle : le consensus des analystes

L'information utilisée par les analystes financiers a donné lieu à de nombreuses recherches théoriques. La nature fondamentale, au sens où ces informations ont trait à des informations relatives aux secteurs ou aux sociétés étudiées et proviennent des directions, directement ou par voie de presse, apparaît comme un élément récurrent souvent présumé. L'objet des recherches se porte alors sur la forme de l'information comptable ou non comptable, son degré de diffusion, son caractère, public ou privé.

La question de la connaissance et de l'utilisation des travaux des autres analystes demeure peu étudiée. Ce type d'information s'apparente à une information hybride au sens où elle concerne directement les sociétés. Mais provenant de confrères, elle est censée avoir subi une transformation que l'analyste financier aurait dû savoir réaliser. Utiliser les travaux des confrères peut être assimilé à un comportement de nature mimétique, contrevenant au caractère éminemment « personnel » de la recherche dite fondamentale, comme le montre certaines réactions de défense d'analystes sell-side : « *Moi, je regarde très peu les consensus. Je me fais mes opinions et mes évaluations. Mais il y a de gens qui sont tout le temps le nez sur le consensus et qui ont peur de s'en écarter.* » (AS2B). Contrairement à l'analyse dite chartiste, l'analyse fondamentale ne se pose pas la question du traitement ou de l'interprétation de l'information par les autres acteurs.

À l'issue de sa recherche réalisée sur les informations utilisées par les analystes financiers, Barker (1998) note ainsi que, lors des entretiens réalisés, les analystes font très peu allusion à leurs relations avec leurs confrères et ne considèrent pas les études de ces derniers comme une source réelle d'informations. Or, lors de son observation participante, il a pu constater que les analystes connaissaient les prévisions des résultats issus des consensus. Par ailleurs, il estime également que l'opinion des autres analystes doit être un sujet abordé lors des discussions avec les fonds d'investissement.

La question de l'utilisation du consensus des analystes par ces derniers s'inscrit dans l'analyse des sources d'information mobilisées. Mais au-delà de la question de ses modalités d'utilisation, cet outil projette une représentation qui s'impose en soi et sur laquelle tous les regards convergent¹³⁴. Le consensus présente ainsi une double nature. Il véhicule des manières de penser qui arriment l'analyste financier aux autres analystes tout en créant en soi une représentation du marché.

Les recherches en finance comportementale¹³⁵ (Galanti, 2006 ; Graham, 1999 ; Hong, Kubik et Solomon, 2000) ont étudié le consensus au travers de son contenu, révélateur du positionnement respectif des différents analystes entre eux. Elles ont essayé de corréliser les distances respectives du consensus à des phénomènes de réputation ou de

¹³⁴ Table ronde analystes et responsables relations investisseurs : « Une relation à l'épreuve de la crise », *Analyse financière* n°8, 3^e trimestre 2003.

¹³⁵ Cf. revue de littérature.

conflit d'intérêts, induits par des incitations. Les développements suivants tentent de montrer la manière dont, plus largement, la référence au consensus participe à un mode de fonctionnement d'ensemble intégrant les gérants, les vendeurs, les directions d'entreprise, dont l'analyste ne peut s'exonérer. Ils tentent d'analyser plus en profondeur la manière dont le consensus est utilisé, interprété, décrypté par les analystes financiers, ainsi que la réflexivité qu'ils mettent en œuvre, démontrant la nécessité d'une lecture du consensus « au deuxième degré ».

4.1. Le consensus des analystes : son design

Comme les cours boursiers, l'opinion des différents analystes financiers sur une valeur fait donc l'objet d'une diffusion publique et quasi instantanée sous la dénomination de « consensus des analystes ». Présenté par Euronext comme la « synthèse des prévisions des bureaux d'études des institutions financières jugées représentatives par le compilateur », le consensus permet de « dégager un sentiment de place sur une anticipation » et de « ne pas se fier à l'opinion d'un seul analyste ».

4.1.1. Une forte concentration des fournisseurs de consensus

Ces produits ont été proposés par des sociétés qui se sont constituées soit à partir d'une offre de diffusion de données issues des sociétés de courtage comme IBES, soit à partir de l'offre d'applications, comme JCF ou Barra¹³⁶, acquise par Multex en 2000¹³⁷.

Développé en 1971 par Lynch, Jones et Ryan, une société de courtage, le consensus IBES devient le référent sur le marché financier américain¹³⁸. Sa couverture devient internationale à partir de 1987.

Sur le marché français, deux consensus apparaissent à la fin des années quatre-vingt, celui d'Associés en finance en 1986 et celui de Jacques Chahine (JCF) en 1987. Le premier est construit à partir des prévisions effectuées par les analystes buy-side, le second à partir de celles des analystes sell-side. Un troisième consensus, celui de World Equities, voit par la suite le jour.

La couverture du marché français s'opère véritablement à partir des années quatre-vingt-dix¹³⁹. Le développement se traduit par une augmentation du nombre de valeurs couvertes, du nombre de bureaux rattachés, et par une diversification progressive du

¹³⁶ Barr Rosenberg Associates, ou BARRA, fut créée en 1973 par Rosenberg pour développer un programme informatique capable d'identifier les portefeuilles efficients, particulièrement réputées pour ses prévisions de bêtas (Berstein 2000).

¹³⁷ D'autres sociétés aux Etats-Unis ont également publié des résultats par actions telles que Standard & Poor, de 1967 à 1987, jusqu'à son acquisition par Zacks Investment Research, ou Value Line, créée au début des années soixante-dix.

¹³⁸ Y compris en matière de travaux universitaires (cf. publication par IBES).

¹³⁹ Source : entretiens JCF et Grandin (2005) « Associés en finance couvre 90 titres et 6 bureaux en 1986. En 1992, il couvre 135 titres et 10 bureaux. »

nombre d'indicateurs recueillis selon les demandes des différents acteurs, gérants comme analystes. À partir de 1997, le consensus JCF s'impose véritablement comme référence et s'étend progressivement sur le plan européen auprès de l'ensemble des acteurs, sociétés de gestion, sociétés de courtage, sociétés émettrices et particuliers, via les partenariats noués avec les sites Web et Bourses de valeurs. Le consensus d'Associés et finance « disparaît » en raison notamment de la concentration des gestions et du développement de leurs propres outils en interne, tout comme celui de World Equities, à la suite de son acquisition par Thomson Financial¹⁴⁰.

À ce jour, au niveau mondial, quatre grands consensus s'imposent, IBES (Institutional Brokers' Estimate System), JCF (FactSet/Jacques Chahine Finance), Multext (Thomson Financial) et, plus récemment, celui de Bloomberg.

Situées au sein du secteur de traitement des données financières, secteur mature et en forte recomposition, ces sociétés ont été récemment acquises par de grands groupes spécialisés dans l'information, avec lesquels elles avaient déjà opéré des stratégies d'alliance¹⁴¹. En 2000, Thomson Financial acquiert IBES avec l'acquisition de Primark, en 2004 FactSet acquiert JCF, en 2003 Reuters acquiert Multext. Fournisseurs d'applications, ces groupes se distinguent par leur plus ou moins grand degré d'intégration, disposant ou diffusant leurs bases de données en propre ou travaillant à partir des bases de données développées par leurs concurrents.

4.1.2. Un mode de construction relativement « distribué » entre les différents acteurs

Ces consensus sont construits à partir des informations remontées par les sociétés de courtage, qui disposent en retour du « consensus ». Comme l'explique un analyste sell-side : « *Nous sommes contributeurs, comme on dit. Chahine reçoit notre recherche, donc, automatiquement, nos recommandations sont répertoriées, comme d'ailleurs par un certain nombre d'autres sociétés comme Bloomberg.* » (AS2B). Le principal argument commercial avancé est celui de la réactivité dans la mise à jour, avec des perspectives de mise à jour de plus en plus « en temps réel ». Les bureaux de courtage sont par ailleurs tenus d'actualiser ou de reconfirmer les informations communiquées sous 75 jours, afin qu'elles soient toujours intégrées dans le consensus¹⁴².

Le consensus résulte donc d'un processus d'agrégation d'informations qui soulève immanquablement, par le processus de comparabilité qu'il induit, la question de l'homogénéité et de l'homogénéisation des indicateurs communiqués.

¹⁴⁰ Source : entretiens.

¹⁴¹ Cf. la création, en 2000, d'une société commune entre Reuters et Multext de « portail financier européen ».

¹⁴² Pour ce qui concerne le « consensus de base » de JCF. Faisant déjà l'objet d'une adaptation selon les capitalisations, les « fenêtres » devraient cependant être adaptées à l'avenir selon les bureaux de courtage (source : entretiens).

Dans les pays anglo-saxons, cette question s'est posée avec un peu moins d'acuité en raison de la normalisation du calcul du bénéfice par actions. Lors de la parution des chiffres, le consensus intègre directement le montant communiqué par les sociétés.

En France, deux stratégies différentes ont été mises en œuvre, Associés en finance opérant une stratégie « active » d'harmonisation, JCF Group, une stratégie que nous qualifierons de plus « passive ».

Le consensus d'Associés en finance intégrait un travail de retraitement des informations communiquées (Grandin, 1995). Pour le calcul des bénéfices par actions (BPA), Grandin (1995) note les différents types de retraitements réalisés par Associés en finance (réévaluation des immobilisations corporelles, les méthodes d'évaluation et d'amortissement des immobilisations, comptabilisation du goodwill, impôts différés).

Les données recueillies par le consensus JCF n'ont jamais donné lieu, par contre, à des retraitements. Aucune indication méthodologique concernant les indicateurs n'est fournie aux différents bureaux de courtage. Seule une harmonisation des recommandations a été instituée selon une échelle à cinq positions adossée à une table de correspondance établie avec les différents bureaux de courtage¹⁴³.

Or, si certains indicateurs font l'objet d'une définition relativement encadrée, comme le BPA, d'autres indicateurs comme la dette nette peuvent donner lieu à des écarts importants en termes de montants. Lors de la publication des chiffres par les sociétés, ce sont donc les analystes qui communiquent les montants réels pour chaque indicateur, reprenant la méthodologie qu'ils ont utilisée lors de leur prévision. Attaché à la « préservation » des spécificités méthodologiques de chaque analyste, JCF s'oriente vers la production d'informations qui permettraient à chaque utilisateur du consensus, d'approfondir sa connaissance intrinsèque de chacun d'entre eux.

Le choix de l'adaptation aux pratiques rejait sur la définition des indicateurs retenus. Eu égard à la masse d'informations afférentes, le choix d'un indicateur est loin d'être économiquement neutre et suppose l'existence d'une certaine « stabilité » dans l'acceptation de ce dernier. Ne pouvant se permettre d'être complètement innovant en la matière, le consensus se trouve plutôt en position de « cristallisateur ».

La question d'une présentation du résultat avant ou après goodwill est à ce titre assez éclairante. IBES aurait ainsi fait le choix, dans un premier temps, de ne fournir que le résultat après amortissement de la survaleur, choix sur lequel il aurait dû revenir¹⁴⁴. Confrontés à une forte disparité en termes de pratiques, JCF s'est orienté vers une présentation d'un résultat avant et après goodwill. Il est à ce titre intéressant de noter l'introduction, pour les sociétés américaines, d'un nouvel indicateur : « le résultat avant coût de stock-options ». Par ailleurs, comme le mentionne à titre d'anecdote l'un des responsables de la société JCF, « nous avons rencontré l'un des responsables du cabinet Stern et Stewart, mais les discussions n'ont pas véritablement abouti ». Les critères qui président aux choix des indicateurs semblent résulter ainsi de multiples considérations, réactions des clients, pratiques des analystes, évolution de la législation...

¹⁴³ Correspondant au classique « Achat, Accumuler, Neutre, Alléger, Vente ».

¹⁴⁴ Source : entretiens.

Cet abord relativement « non-prescripteur » en termes de construction du consensus se constate lorsque l'on analyse les données communiquées. Il s'oppose néanmoins aux effets ressentis par les analystes sell-side quant à l'impact de cet artefact sur leur travail. Indépendamment donc de son design, le consensus opère une sorte d'homogénéisation.

L'homogénéisation par bureau est clairement formulée. Les chiffres destinés à être communiqués sont homogénéisés par l'établissement de « grilles ». « *Vous avez des grilles bureau. Les choses sont extrêmement normées. Vous avez votre propre grille de comptes, mais vous remplissez des cases selon des feuilles normées (...). Vous avez ensuite un système électronique qui va extraire le truc de manière à pouvoir l'envoyer* », expose ainsi un analyste sell-side (AS12L).

Cette homogénéisation s'inscrit par ailleurs dans une dimension comparative plus large. Comme le précise l'analyste d'une grande maison : « *En général, c'est une position bureau. Car il faut que vous ayez des données comparables pour le bureau, sachant en plus que vous les balancez sur des systèmes informatiques. Donc il faut que l'on sache comment vous avez fait, au niveau des consensus, au niveau européen. Donc, il ne s'agit pas d'additionner des choux et des carottes.* » (AS12L).

La question des retraitements a donné lieu à diverses recherches en comptabilité, soulignant des différences entre les savoirs détenus et les savoirs mobilisés. Saghroun (2003) soulève le dilemme de la pertinence de l'analyse versus sa lisibilité. Breton et Taffler (1995), dans la recherche qu'ils réalisent sur la capacité des analystes sell-side à retraiter la comptabilité créative, mettent en évidence le paradoxe suivant : les retraitements n'avaient pas été réalisés alors que, d'après les entretiens, les analyses idoines, conduisant à repérer les manipulations, avaient bien été menées.

Certains analystes déclarent assez radicalement : « *Les retraitements, on n'en fait presque plus. De manière que ce que nous publions, dans les comptes historiques, ressemble à ce que le client lit dans les comptes annuels, parce que si vous retraitez dans tous les sens, c'est fini.* » (AS7G). Mais certains analystes font la part entre une réflexion qui reste personnelle et celle qu'ils intégreront in fine dans leurs « grilles ». Les retraitements peuvent ainsi être réalisés uniquement lors de l'analyse afin d'améliorer la comparaison entre sociétés. « *Oui (je fais des retraitements). Certains produits financiers, ma société les considère en produits d'exploitation, ce qui est défendable, mais je ne peux pas comparer les résultats (...). J'ai une société qui passe en investissements des frais qui sont des charges, donc je les reconsidère comme des charges* », déclare un analyste sectoriel qui poursuit cependant : « *dans les résultats publiés, on garde toujours la présentation de la société (...)* » (AS13).

La facture des résultats publiés apparaît ainsi relativement homogène. Les deux seuls retraitements réalisés dans les résultats publiés avant le changement de référentiel comptable concernaient le retraitement de l'exceptionnel ainsi que celui des goodwill. « *Les autres (retraitements), n'apparaîtront pas car ça ne peut pas rentrer dans le formatage* », déclare un analyste sectoriel.

L'analyste se retrouve, en effet, confronté aux comparaisons réalisées avec les informations communiquées par les autres analystes et plus fondamentalement à celles communiquées par les sociétés. « *En termes de retraitement, tu pourrais enlever 40 % du chiffre d'affaires. Oui, mais du coup, dans le consensus, si j'apparais avec un BPA complètement différent des autres analystes...* » (AS20S).

Un analyste sell-side chevronné d'une grande maison de courtage répond également dans ce sens à une question portant initialement sur les impacts des normes internationales. Pour lui, les modifications induites par les nouvelles normes n'ont fait souvent qu'entériner les retraitements déjà réalisés dans une optique d'analyse économique. À propos du problème de la non-homogénéité introduite par les retraitements, il pousse plus loin l'analyse en mettant en exergue l'orientation du regard réalisée par les directions d'entreprise : « *On n'est plus dans la plaque, oui exactement. C'est pour cela que je disais au début que c'est les sociétés qui définissent le critère sur lequel elles sont jugées. C'est-à-dire que si vous avez une société avec un BPA IFRS, mais qu'elle commence à dire : "hors impacts de ça et ça, le BPA – que eux considèrent comme représentatif –, c'est ça", vous allez voir que les analystes vont se caler là-dessus.* » (AS19M).

La construction du consensus apparaît comme « distribuée » entre différents acteurs, la société réalisant le produit, mais également les gérants, les analystes, les directions. Si, dans le cadre du consensus JCF, les analystes ont la possibilité de garder une certaine maîtrise de la mise en forme de l'information, l'utilisation qui en est faite par les autres acteurs semble opérer, par rétroaction, une certaine tendance à l'uniformisation.

4.1.3. Un « artefact cognitif »

Destiné donc « naturellement » aux investisseurs, cet outil expose publiquement la position de chacun des analystes les uns par rapport aux autres, en donnant une position moyenne sur des indicateurs précis, actualisée quotidiennement, avec possibilité d'un accès aux données historiques. Un analyste spécialisé mid caps souligne ainsi : « *On voit que les analystes attendent en moyenne tant de millions d'euros de chiffre d'affaires (...) et de résultats. Accessoirement, on voit aussi les recommandations et les objectifs de cours* » (AS9I). Le consensus financier remplit ainsi une fonction « d'artefact » « se substituant au monde réel » dont il ne retient que certaines propriétés, en particulier, pour le consensus, des données chiffrées¹⁴⁵. Comme le souligne un analyste big caps : « *C'est pour cela que la notion de consensus est très importante. C'est pour cela que le chiffre est très sacralisé. Car, par rapport aux quarante pages, vous ne pouvez faire dans la nuance. Il vous faut un chiffre.* » (AS19M).

Le mode de construction ainsi que les modalités d'utilisation du consensus des analystes font apparaître une certaine dualité de cette technologie. La création du consensus résulte d'interactions entre divers acteurs, qui, chacun à sa manière le « modèle ». Cependant, une fois déployé, le consensus produit une représentation en soi, présentant des caractéristiques objectivées et induit en retour « mécaniquement » une modification des comportements (Orlikowski, 1992).

Le consensus « rend manifeste » l'opinion des analystes ou « opère » sur cette opinion « de manière à apporter une représentation » (Norman, 1993) qui agit sur le traitement de l'information¹⁴⁶ de l'investisseur » et plus exactement de tout acteur qui le regarde.

¹⁴⁵ Soit, pour le consensus JCF, une trentaine d'indicateurs : le chiffre d'affaires, les prix cibles, les résultats nets et avant impôts, la dette nette, l'EBITDA, l'EBIT, le goodwill...

¹⁴⁶ D'où le qualificatif de « cognitif » (Norman, 1993).

Comme le mentionnent plusieurs analystes, l'accès au consensus est quasi automatique. « Sur Bloomberg, on a accès à toutes les recommandations des analystes, on peut les voir par analyste et par société » (AS2B). « On a les bases de données, je sais toujours à n'importe quel moment quelle est la position d'un analyste sur telle valeur. » (AS13M).

L'analyste financier se doit de connaître le consensus en raison des demandes qui lui sont formulées par les vendeurs, les clients, voire les émetteurs. Mais le consensus va également jouer un rôle dans le déroulement du travail de l'analyste, interférant sur la réalisation des tâches. Amplificateurs des capacités des individus, les artefacts cognitifs transforment, en effet, également la manière dont la tâche est accomplie. Ils modifient ainsi la structure de l'action et l'apparence du monde (Norman, 1993, p.21). Cette transformation « n'échappe » cependant pas complètement aux analystes qui conservent une certaine réflexivité, tant dans leur jugement sur l'outil que dans la manière dont ils vont l'utiliser.

4.2. L'utilisation du consensus comme outil d'information, référence ou norme

La connaissance du consensus par les analystes sell-side apparaît comme un élément incontournable en raison notamment des pratiques des vendeurs, des clients ou des émetteurs. Trois rôles, s'imbriquant les uns dans les autres, ont été appréhendés. Le consensus apparaît ainsi comme :

- un outil d'information et d'anticipation du « marché » apportant des repères ;
- une référence, dans le sens où l'analyste doit savoir se situer vis-à-vis du consensus ;
- une norme, dans le sens où le positionnement vis-à-vis du consensus n'est pas simplement observé, mais donne lieu également à un jugement de la part des autres acteurs.

4.2.1. Un outil d'information, d'interprétation et d'anticipation du marché

L'étude du consensus peut apporter des ressources, en termes informationnels. Son caractère utile, voire indispensable est énoncé en raison des « repères » apportés.

Selon le degré d'informations de l'analyste, évoluant d'une relative méconnaissance à une connaissance déjà approfondie, l'utilisation qui en sera faite peut varier d'une recherche d'ancrage d'ensemble à la reconstitution des hypothèses retenues par ses confrères. Il apparaît cependant que si l'apport du consensus peut être énoncé en tant que source d'informations, c'est surtout la question de l'interprétation de l'information par les autres analystes qui transparaît ainsi qu'une anticipation de leurs comportements.

Un outil d'obtention d'informations afférentes aux sociétés

Cette recherche d'informations peut provenir d'une faible ancienneté dans le métier, d'une nouvelle couverture, d'un manque de temps eu égard au nombre de sociétés couvertes, voire de recherche d'informations sur des sociétés non couvertes. L'utilisation du consensus apparaît un ancrage, pour un analyste débutant dans le métier, qui peut perdurer par la suite : « *Quand j'ai un gros écart, je me dis : "où je suis ?". Au début, on se cale par rapport aux connaissances de l'analyste leader et même maintenant je me demande : "les autres qui la connaissent mieux que moi, où sont-ils ?".* » (AS20S).

Les arguments peuvent résider dans le manque de moyens. Deux analystes plus anciens dans le métier, intervenant plutôt sur des mid caps, précisent ainsi : « *Si vous n'avez pas eu la société en contact depuis longtemps et que vous avez besoin de vous faire une idée, vous allez voir le consensus.* » (AS10J). « *Le consensus nous sert pour des sociétés que l'on ne suit pas. Par exemple, on ne suit pas du tout les valeurs américaines. Dans certains secteurs comme les agences de communication, selon nous permet d'avoir une vision d'ensemble d'un secteur.* » (AS4D).

L'utilisation du consensus consisterait donc à rechercher des informations auprès d'analystes disposant d'une meilleure information que la leur. Ce phénomène serait relativement répandu, d'après un analyste ancien dans le métier : « *Il ne faut pas se la faire. Tout le monde utilise le consensus, parce que vous ne pouvez pas être hyper performant sur les dix sociétés que vous suivez.* » (AS10J).

Cet apport d'informations peut varier, cependant, selon le degré de capitalisation et le nombre d'analystes suivant une valeur. « *Sur les mid caps, le consensus se fait souvent entre trois et quatre analystes.* » (AS20S). Les propos de cette analyste mid caps sont radicalisés par un de ses confrères : « *Sur les small caps, ce qui est intéressant, c'est qu'il n'y a pas véritablement de consensus et vous devez croire vraiment à vos hypothèses et travailler dessus. Vous ne pouvez vous reposer sur le consensus* », précise un analyste mid caps (AS9I) qui laisse également apparaître, dans la suite de l'entretien, que le fait de pouvoir être dans le consensus rassure.

Le consensus pourrait apparaître comme une source d'informations comme une autre. En fait, les propos relatifs à l'utilisation du consensus pour une société nouvelle laissent cependant transparaître la notion d'apport de repères qui orienteront plus ou moins implicitement l'analyse ultérieure de l'analyste : « *Lorsque vous commencez le suivi d'une nouvelle société, vous allez faire des prévisions qui vous semblent bonnes, et puis vous comparez avec le consensus, et là, vous vous rendez compte que vous êtes complètement au-dessous ou en dessous et vous vous dites : "mais que se passe-t-il ? pour quelles raisons ?". Donc, le consensus aide à vous cadrer.* » (AS9I). Ce sentiment de « recadrage » peut être également énoncé comme une opération plus récurrente dans le temps, lors de la constatation d'un trop fort écart entre des prévisions personnelles et le consensus. Une analyste senior « reconnue » dans son secteur considère ne pas « utiliser » le consensus mais reconnaît néanmoins que « *On regarde si on est 50 % ou 30 % au-dessus ou au-dessous. On se dit "ah ! merde !". Alors, soit j'ai loupé un truc, soit... Je vais quand même regarder.* » (AS12K).

La recherche de l'information intégrable ou ayant été intégrée par les autres analystes

L'apport de repères ou de « cadrage » sous-tend la réalisation d'un travail d'interprétation, hypothèse corroborée lorsque, de manière plus fine, l'étude du consensus permet de cerner les hypothèses retenues par les autres analystes. Comme le précise un analyste : « *Vous regardez le consensus et, en connaissant la société, vous en déduisez certaines hypothèses qu'ils peuvent avoir (...). S'il y a une marge de 6 % attendue sur B. contre 5,5 % l'année précédente. Donc le consensus parie sur 0,5 point d'amélioration de la marge. Vous le reconstituez en disant : "voilà, je sais qu'il y a tel élément positif, donc ça veut dire que la majorité des gens croit au discours du management qui dit que telle acquisition va avoir un effet positif."* » (AS10J).

La sélection de l'information à prendre en compte se fonde sur l'importance en soi de l'information mais également sur le fait de savoir si elle a été anticipée ou non par les autres analystes.

Au sujet de la connaissance des opinions des analystes, le consensus apparaît comme un premier outil, relativement incontournable. Les échanges d'informations orales directement entre confrères semblent, selon les analystes, plus ou moins difficiles, et ce, même pour des analystes anciens dans le métier¹⁴⁷.

Le consensus permet ainsi d'accéder à une première synthèse, comme l'énonce un analyste expérimenté en mid caps : « *Oui, on en connaît toujours deux ou trois qui suivent en même temps que nous la valeur. Donc on peut leur demander globalement ce qu'ils en pensent mais le consensus donne une vision beaucoup plus large.* » (AS11K). Nous verrons par la suite que l'accès aux remontées d'informations du marché se révèle un élément nécessaire, voire distinctif, entre analystes.

Un outil permettant d'appréhender les attentes du marché

Plus globalement, le consensus permet de déceler les attentes du marché avant les publications, d'analyser son degré d'optimisme ou d'attentisme. « *Moi, pour B., je me suis servi du consensus pour voir quel était le degré d'optimisme du marché. Moi, j'avais une prévision qui était bien inférieure (...). Ça vous sert à savoir s'il y a une incohérence entre les prévisions et les recommandations. Vous avez actuellement des prévisions assez alarmistes par rapport au discours de la société, avec des recommandations qui sont positives. Donc, là, vous sentez un consensus qui est mal à l'aise (...), qui attend un argument fort pour se retourner mais qui ne sait pas se positionner. Donc même en tant qu'analyste, on pratique souvent comme cela.* » (AS10J). Le consensus sert alors à appréhender les positionnements éventuels du marché, analyse qui, à première vue, relèverait plutôt d'un travail de gérant, comme le souligne la légère inflexion.

Le consensus est également étudié au moment des publications. Les chiffres communiqués par les sociétés sont donc étudiés en relatif par rapport aux anticipations du consensus. « *Le consensus, il sert à cela. À avoir une petite idée de la réaction que va avoir le marché vis-à-vis des chiffres que sort la société et à savoir où, nous, on se situe vis-à-vis du reste du*

¹⁴⁷ Cet aspect sera plus particulièrement développé dans le chapitre suivant.

marché », précise cet analyste sectoriel (AS6F). Un autre analyste sell-side illustre ainsi : « *D. publie des chiffres en ligne avec le consensus et le titre peut ne rien faire du tout (...). L'analyste qui est positif, qui a fait des prévisions alarmistes pour se couvrir alors qu'il y croyait moyennement, il voit que ça tape dedans et, là, ça lui fait peur. Donc ça permet de prendre la température.* » (AS11J). Des évolutions a priori paradoxales peuvent se faire jour comme l'explique un analyste : « *B. par exemple. Vous aviez un consensus qui petit à petit s'est rallié à des prévisions alarmistes (...). Au final, la société a publié un résultat supérieur au consensus, qui était positif en termes de recommandation mais, en soi, pour moi, c'était un signal d'alerte car dans l'absolu les chiffres n'étaient pas bons.* » (AS11J).

Cette appréhension du marché peut ainsi se réaliser au moyen d'une « image » d'ensemble. Elle est également construite par identification des acteurs susceptibles de « faire » le marché. Le responsable d'un bureau d'analyse explique ainsi comme, d'une simple moyenne, le consensus est transformé en moyenne pondérée : « *Il faut se méfier avec la notion de consensus. Vous avez le consensus tel que les Chabine... qui sont des additions de choux et de carottes pas nécessairement pondérées de l'aura de l'analyste, de sa crédibilité, de la taille de la société qui est derrière. Vous n'allez pas comparer l'analyste d'un bureau lambda aux Pays-Bas avec l'analyste star de Merrill Lynch* » (AS5E). Les poids relatifs des analystes diffèrent donc en raison de leur compétence mais également, de manière éventuellement distincte, de leur maison d'appartenance. Cet abord du consensus est également communément réalisé par les directions et les clients, comme le précisent deux analystes financiers : « *Ce n'est pas ce consensus-là que l'on regarde. Pour un gérant, le consensus c'est son consensus à lui. C'est la synthèse qu'il va faire de l'opinion de cinq ou dix personnes, plutôt cinq, en lesquelles il a confiance, sur un secteur donné.* » (AS5E). « *Il y a deux manières de voir le consensus, soit par Reuters pour les grosses valeurs, soit par la société qui a elle-même appelé dix ou quinze sociétés.* » (AS6F).

Il apparaît ainsi que l'utilisation du consensus ne se réduit pas à mécanisme binaire de délaissement d'une information privée pour suivre une information publique mais donne lieu à un véritable travail d'interprétation et de décodage sur le fait de savoir si une information particulière doit être considérée comme importante, si elle a été déjà anticipée, et, plus globalement, sur les attentes et les sentiments du marché.

Ressource informationnelle, le consensus peut également représenter une contrainte dont le degré s'exercera plus ou moins fortement. Le consensus peut en effet agir comme un outil de référence, permettant d'avoir une image sur les différents positionnements. Il peut également être vécu comme une norme.

4.2.2. Une référence obligatoire

Si le fait « d'utiliser » le consensus n'apparaît pas toujours de manière spontanée dans les entretiens, sa connaissance, et donc le fait de connaître son positionnement vis-à-vis du consensus, apparaît quasi obligatoire. Après un premier mouvement de réticence – « *moi, je ne le regarde pas* –, un jeune analyste sectoriel ainsi qu'un analyste chevronné concèdent « *Moi, je n'aime pas trop, sauf pour dire si c'est au-dessous ou au-dessus (...), pour savoir où on se situe par rapport au marché.* » (AS6F). « *Il y a des fois, on me demande : "pourquoi tu es aussi haut ou aussi bas par rapport au consensus ?" .* » (AS18S).

Cette obligation transparait quel que soit le statut de l'analyste. « *Le consensus, oui, je le check. Enfin, c'est important. Je pense que c'est c..., mais je ne pas me permettre le luxe, je ne peux pas snober le consensus. J'ai besoin de savoir si je suis au-dessus, au-dessous, de combien et pourquoi.* » (AS19M) ; « *Quand nos publications sortent, il faut que l'on dise, ex ante, si l'on est dans le haut ou dans le bas du consensus, et quand une recommandation sort, on va la juger par rapport au consensus, le trader, (...) le vendeur* » (AS12L), affirment deux analystes leaders sur leur secteur. Cette obligation est également présente pour le secteur des moyennes capitalisations, pour lequel la notion de consensus apparaîtrait, au premier abord, moins évidente. « *Si on sort une note disant : "voilà, le chiffre d'affaires est meilleur" (...), la première question du vendeur, c'est : "mais où es-tu par rapport au consensus ?" », assure une analyste de ce segment (AS20F).*

Les clients, analystes buy-side ou gérants analysent également automatiquement en relatif la position de l'analyste, comme l'exprime très naturellement une gérante d'une grande société de gestion : « *Oui, car on tire le consensus. On l'a sur écran. Donc on voit très bien où il (l'analyste) se situe par rapport à l'estimation de Morgan Stanley.* » (G8). La question du positionnement vis-à-vis du consensus initie la relation. « *On appelle souvent les analystes sell-side pour savoir : "es-tu plutôt au-dessous ou au-dessus du consensus, es-tu en ligne avec les attentes du marché, attends-tu quelque chose de particulier ?". On essaie toujours de se positionner par rapport à l'analyste et par rapport au consensus », explique un analyste buy-side.*

Le travail de l'analyste consiste ainsi à connaître son positionnement vis-à-vis du consensus. Mais il doit également être capable d'identifier les raisons sous-tendant l'écart éventuel entre son positionnement et le consensus, renvoyant ainsi au travail de « décodage » mis précédemment en évidence. Cet analyste poursuit : « *On va me dire : "tu es très au-dessus du consensus. Pourquoi ?". En soi, c'est une information. Si vous êtes au-dessus du consensus, c'est que vous avez peut-être une hypothèse différente. En soi, c'est intéressant pour un client ou un vendeur. Mais vous ne pouvez ignorer le consensus.* » (AS19M). Pour être capable d'expliquer au vendeur son apport, l'analyste doit donc connaître et comprendre la manière dont ses confrères ont réalisé leurs prévisions.

Plus globalement il est demandé à l'analyste de savoir comprendre et décrypter les attentes de ses collègues. Comme développé précédemment, les jugements ne se construisent pas par une information dans l'absolu, mais par la manière dont l'information corrobore ou non les attentes. Un analyste considéré comme leader sur son secteur précise ainsi : « *Sur V., je sais que je suis au-dessous de mes collègues. Je peux vivre avec cela mais il faut que je le sache pour ne pas que j'arrive en disant : "c'est (la publication de la société) en ligne avec ce que je pense, alors que c'est 6 % au-dessous de ce que les gens attendent et le titre perd 3 % car les gens ont des palpitations" (...). Le processus de construction est par rapport à des attentes. Ce n'est pas un modèle de chiffres (AS19M).* La connaissance de la réaction du consensus est ainsi une demande adressée à l'analyste lorsque ce dernier va commenter de nouvelles informations. « *Ce que les vendeurs attendent de nous, c'est une fonction de filtre, est-ce que c'est important ou pas, est-ce que c'est attendu ou pas. Il y a une référence implicite au consensus, presque plus importante que notre réaction à nous. Quelle va être la réaction moyenne de tel intervenant moyen sur telle publication ? », poursuit l'analyste précédent (AS19).*

4.2.3. Un outil induisant divers degrés de normativité

L'analyste doit donc être capable de situer ses opinions au regard de celles de ses confrères. Mais le consensus induit un degré de contrainte d'ordre supérieur s'il modifie les comportements d'analyse. Il devient alors une « norme ». La question devient alors de savoir si l'analyste peut se permettre ou s'il doit avoir des opinions différentes de celles de ses confrères.

Une formulation statique : Savoir s'ajuster ou s'affranchir

L'existence du consensus induit des orientations en termes de stratégie comportementale qui peuvent être formulées, dans un premier temps, par le fait de savoir s'y ajuster et/ou de savoir s'en affranchir. Cette première approche, formulée en termes statiques, est développée par Galanti (2004) dans la modélisation qu'il propose, fondée sur « la distance au consensus ». Pour Galanti (2004), un analyste cherche ainsi à « se distinguer sans s'isoler », à s'écarter suffisamment du consensus pour attirer, tout en limitant les risques engendrés par le fait de « s'écarter trop », ce qu'illustrera parfaitement un analyste : « *Oui, je le regarde en termes d'outils de crédibilité. Je vois si je suis complètement à l'ouest mais je ne pars pas du consensus* », tient à préciser un analyste sell-side (AS15).

Le caractère de normativité du consensus apparaît sous diverses formes. Etre dans le consensus peut avoir comme effet de rassurer. Etre en dehors du consensus doit être assumé. Comme l'exprime un analyste chevronné : « *Le consensus, il me sert à savoir si je suis dans le troupeau ou pas. Et si je suis dans le troupeau, je ferme les yeux, tout va bien. Et par contre, si je ne suis pas dans le troupeau, je sais que je peux m'attendre à un certain nombre de questions et qu'il faut que je motive plus mes arguments parce que j'aurais plus de questions.* » (AS11K). Le fait de se positionner à l'intérieur ou à l'extérieur du consensus produit donc des effets différents. S'il l'on est en dehors du consensus, les demandes de justifications sont plus importantes.

Mais le fait d'être hors du consensus peut relever d'une exigence en termes de posture. Une analyste senior d'une grande maison de courtage insiste dans ce sens auprès des analystes juniors qu'elle encadre : « *Mais le consensus en tant que tel, si c'est pour être dedans... Je me bats régulièrement avec les juniors qui me disent : "mais ce n'est pas le consensus". Mais je m'en tape, ma fille, je m'en tape (...). Si c'est pour faire comme le consensus ou la société, il n'y a aucun intérêt à être analyste.* » (AS12L).

L'écart au consensus sera, cependant, vécu différemment selon l'évolution future. Le fait de sortir du lot permet, dans un premier temps, d'être repéré par les clients, développe un analyste moyennes capitalisations : « *On va dire : "il y en a un qui est contrariant, il a peut-être des choses à dire". Donc on va l'écouter. On est convaincu, ou pas. En général, quand vous devenez contrariant, il ne faut pas le faire n'importe comment.* » (AS7). Les conséquences pour l'analyste seront ainsi différentes selon le degré de corroboration de ses prévisions. Comme poursuit un des analystes sell-side précédemment cité : « *Ça me sert à cela (...), on vous demande des tas d'explications avec un risque personnel plus élevé au cas où vous vous trompez (...). Si vous aviez pris, à l'époque, le risque d'une recommandation de vente sur Alcatel, vous preniez à titre individuel un risque énorme. Car, soit vous aviez raison et à ce moment-là, c'était les applaudissements (...), vous rentrez dans le star-system, soit vous aviez tort et c'était la descente aux enfers car vous étiez*

sorti du consensus de place. (...) Vous êtes sanctionné déjà en interne car votre salle de marché vous tombe dessus en vous disant : “Voilà, on s’est avancé avec une recommandation atypique sur toute la place et, résultat, on prend une claqué magistrale, les clients sont furieux ” (...), et après cela vous avez, je dirais, une image extérieure (AS11K).

En raison du caractère public de ce dispositif, l'analyste subit les retombées de cette exposition. Si l'analyste se « trompe », les vendeurs et les clients risquent de lui attribuer la responsabilité de son conseil erroné car il se sera trompé « seul ». Un analyste mid caps souhaitant souligner la spécificité de son segment de couverture précise à cet effet : « Dans les mid caps, vous ne pouvez pas vous dire : “mes estimations sont dans le consensus, donc si je me trompe, tout le monde se sera trompé avec moi ”. » (AS9I).

Le fait de sortir du consensus peut être considéré comme une exigence en soi. Ce comportement augmente cependant les risques pour l'analyste si les prévisions de ce dernier ou ses recommandations ne sont pas avérées.

Ces développements conduisent à formuler les propositions de recherche suivante :

P4a : Les analystes financiers sell-side doivent connaître les attentes des autres analystes, synthétisées par « le consensus des analystes financiers ».

P4b : Les analystes financiers sell-side doivent justifier leur position vis à vis du « consensus des analystes financiers »

P4c : Plus un analyste financier sell-side se positionne loin du « consensus des analystes financiers », plus il doit justifier sa position.

Une formulation dynamique : savoir « devancer le consensus »

L'existence de conséquences asymétriques induit une seconde formulation de l'orientation comportementale en termes plus dynamiques. L'enjeu est essentiellement de pouvoir être « en avance » sur le consensus. Il s'agit alors d'acquérir une certaine visibilité en ayant un certain degré de conviction dans le fait d'avoir anticipé les événements et d'être suivi.

Le rôle d'anticipation de l'analyste financier nécessite alors la conjugaison d'éléments à double niveau : l'anticipation de changements « fondamentaux » et l'anticipation de changements dans l'opinion dominante, comme le formule un ancien analyste sell-side devenu gérant : « La capacité à aller à contre-courant du consensus (...). Souvent l'opinion dominante peut changer car les phénomènes extérieurs changent mais les phénomènes extérieurs changent car il y a des faiblesses dans la société qui ne sont pas voyantes, car l'environnement est trop porteur, parce que ci, parce que ça et qui deviennent voyantes si quelque chose change, et puis voilà. »

Le processus d'affranchissement peut s'opérer alors de manière plus subtile, en anticipant une évolution probable des autres acteurs comme le décrit un analyste sell-side : « Vous êtes à l'achat, mais vous n'êtes pas sûr, ça commence à s'essouffler (...). Mais ça monte. Vous savez que vos copains, ils ont des objectifs à 32, 32.5, 31, 31.5. Le cours, en un an, il est monté

à 27, 28, 29, 30, 31. Et là vous vous dites, le premier qui va passer dans l'autre sens, il la dégringole (...). Peut-être que c'est maintenant qu'il faut vendre la boîte, quand tout va bien (...). Là, vous êtes contrariant et, du coup, les vendeurs vous écoutent.» (AS7G).

Ce processus peut être plus facile pour certains analystes, en raison de la perception qu'ont d'eux certains gérants ou analystes buy-side. Un gérant (et analyste buy-side) explique ainsi : « C'est ce que l'on appelle un "market moover", c'est-à-dire que sa dégradation de recommandations sur un titre peut entraîner une forte baisse le jour de sa dégradation. J'ai en tête sur l'automobile l'analyste de X, qui s'appelle Y, qui fait un peu foi sur ce secteur. Ça ne veut pas dire qu'il ait tout le temps raison, mais le jour où cet analyste dégrade une valeur, il y a un impact. »

Aboutissement d'opérations « techniques », de compilation et d'agrégation d'informations porteuses de schémas d'interprétation communs, le consensus crée une véritable représentation qui influence en retour les pratiques des acteurs concernés. Par la sélection des informations opérée, cet outil oriente les regards sur les recommandations et certaines informations chiffrées. Rendant ces informations commensurables, il structure les pratiques, rendant également commensurables les analystes.

Le consensus des analystes s'apparente donc à une création de représentations singulières. Il ne s'agit pas d'une représentation construite d'un bloc mais d'un ensemble formé de multiples « allers-retours ». Sa « cohésion » tient ainsi par le travail incessant de regard et de positionnement des différents analystes, des multiples liens entre chaque analyste pris individuellement et le consensus. Son caractère institutionnel se fonde tant au travers de la reconnaissance indubitable de son existence et de sa connaissance que des impacts inhérents sur la pratique des analystes.

Il est cependant important de souligner que les impacts sur la pratique de l'analyste peuvent être, tant en termes de ressources que de contraintes, déclinés de manières extrêmement diverses. Avec la question du « pilotage » du consensus, la dimension institutionnelle du consensus prend toute son ampleur.

4.3. Encadrement des pratiques et jeux d'acteurs

C'est peut-être avec le fait de pouvoir le « piloter » que le consensus accède à un certain niveau de « réalité ». Pouvoir piloter le consensus signifie en effet que cette représentation a pris suffisamment corps et possède une force d'attraction suffisante pour qu'il soit possible d'avoir une action sur la totalité de ses composantes. Il n'en demeure pas moins que l'analyste, face aux mécanismes engendrés par cet outil, développe à son tour un degré de réflexivité lui permettant de cerner cette contrainte, voire de poser ses propres règles.

4.3.1. Le pilotage du consensus, symbole de son pouvoir structurant

L'utilisation du consensus par les directions d'entreprise peut prendre des degrés divers, notamment selon la taille de l'entreprise. Cette pratique fortement généralisée pour les grandes capitalisations est beaucoup moins fréquente pour les sociétés de moyennes ou petites capitalisations.

Les sociétés vont essayer de « décoder » les attentes des analystes afin de comprendre l'évolution de leur cours de Bourse et d'adapter leurs discours. Elles vont alors se confectionner leur propre consensus en sélectionnant certains analystes, comme l'explique la responsable investisseurs d'un groupe du CAC 40 : « *En ayant notre liste d'analystes je mets ceux qui sont sérieux, ceux qui sont pro-actifs (...). Celui que je donne au management, c'est celui que l'on tient nous-mêmes* ». Ce que confirme en miroir un jeune analyste sectoriel : « *Sur les 70 (analystes), les IR, ils vont appeler 10 ou 15 brokers : "qu'est-ce que tu attends ?". Donc on peut voir le consensus par la société.* »

Cet analyste poursuit en mettant en évidence ce rôle crucial du responsable investisseurs dans l'interprétation des variations de la performance boursière des sociétés (Mottis et Zarlowski, 2003) : « *Les IR, ce qui est important, c'est qu'ils puissent expliquer au management "pourquoi on gagne 5 % ? (...). Parce que le consensus attendait tant et que l'on a fait beaucoup plus."* Cela permet d'adapter la communication financière. Dans ce cas, il peut dire : « *voilà, on a fait d'excellents résultats.* » Sinon, si c'est pile en ligne avec ce que l'on attendait, il va dire : « *bon, on a fait de bons résultats* ». »

Si le consensus peut être utilisé « passivement » par les directions, en tant que source d'informations, il peut également donner lieu à une utilisation « active » comme l'exposent en général plutôt des analystes seniors, intervenant dans de grandes maisons de courtage. Le pilotage du consensus peut être réalisé de manière relativement directe « *La société dit : "Je vais faire, ou plutôt, ma marge va faire 10 % ou moins de 10 %, ou va être similaire. Elle guide le consensus."* (AS12L). Un autre analyste nuance cette pratique en la présentant plus sous un mode d'influence que de franche certitude : « *Ils ne vont pas forcément le faire de façon officielle en disant : "voilà, on attend tant de résultat opérationnel ou tant de résultat net". Ça arrive, mais le plus souvent, en tout cas, ils ont tendance à dire : "ah ! vous attendez tel résultat sur l'ensemble de l'année. C'est optimiste"* ». » (AS3C).

Le pilotage du consensus peut se traduire en termes d'imbrications concrètes sur le travail de l'analyste et peut être effectué, comme le souligne cet analyste, de manière plus ou moins subtile : « *Les sociétés nous demandent nos chiffres. Elles établissent elles-mêmes un consensus qu'elles nous renvoient. La société nous dit : "c'est quoi, tes chiffres ?". Même L. vous demande par division. Ils demandent à 20 sell-side et ils renvoient aux 20 sell-side. Donc le sell-side dit : "p..., j'ai 20 % au-dessous du consensus". Il appelle la boîte : "j'ai loupé quelque chose ?".* » (AS19M). Mottis et Zarlowski (2003) soulignent, à cet effet, les relations pouvant se créer entre analystes financiers et responsables investisseurs, se concrétisant par l'envoi de business plans par les uns et d'indications de convergence en retour.

Ce pilotage devient généralement plus actif au fur et à mesure que l'on s'avance vers la publication des chiffres. « *Ça permet de dire "en ligne". C'est le mot magique, "en ligne"* », souligne en souriant un analyste sell-side (AS19M). Ce que confirme un de ses

confrères : *« Le consensus, sur mon secteur ne veut pas dire grand chose, mais quand il veut dire quelque chose, c'est que l'on se rapproche de la fin de l'année, que la société donne quelques guidances sur un ou deux postes du compte de résultats qui permettent au consensus de se caler sur ces chiffres-là. Il y a un moment où la société peut influencer ce consensus ».*(AS3)

Les développements précédents soulignent ainsi la manière dont le consensus en tant qu'artefact peut se construire en engendrant un degré « d'attraction » plus ou moins élevé. Le fait de pouvoir piloter le consensus tend à souligner plus particulièrement cette caractéristique de densité en insistant notamment sur les « forces » agissantes. Mais si la vision d'une représentation qui s'impose peut être fortement présente, elle n'exclut pas les jeux d'acteurs.

4.3.2. Une permanence de la réflexivité

À un degré extrême, le consensus peut être vécu comme ayant fortement modifié les conditions d'exercice du métier dans un sens d'une plus grande uniformité. Au cours de l'entretien, un analyste conclut sur le sujet en considérant que : *« Ce serait plus drôle s'il n'y avait pas du tout de consensus car il y aurait un vrai mouvement, une vraie liquidité, des opinions plurielles différentes, un véritable échange d'idées. »* (A11K). Cette idée d'homogénéisation est illustrée par les deux analystes suivants, qui insistent sur l'aspect de circularité. Cette circularité peut s'opérer entre analystes mais également entre les analystes et les directions : *« C'est en fait le serpent qui se mord la queue. Les directions regardent le consensus qui regarde les directions. »* (AS15). Ou de manière plus globale : *« Le consensus, tout le monde l'utilise et tout le monde prend l'avis de tout le monde ; tout le monde copie les mêmes modèles et du coup le consensus devient le consensus du consensus. Le consensus devient trop consensuel. »* (AS9).

Mais l'analyste, en tant qu'acteur, intègre également les contraintes que représente cette référence incontournable, adapte sa pratique de l'outil, voire s'en affranchit. Le positionnement au sein du consensus, dans la « fourchette basse » ou « dans la fourchette haute », peut permettre « d'articuler » les prévisions de résultats et les recommandations selon un « langage » particulier.

Comme le développent, de manière un peu différente deux analystes, de façon plus pondérée pour le premier : *« Vous avez un analyste qui est positif sur le long terme, sur les fondamentaux. Sur le court terme, il est plutôt négatif. Il va avoir des estimations au bas du consensus. Il se couvre. C'est une manière de dire "même si les résultats ne sont pas bons à court terme, ça vaut la peine d'investir là-dedans".* (AS10J). Le second analyste sell-side sera plus direct : *« Il y en a qui jouent beaucoup le consensus. Il y a le mec qui est positif, qui met une prévision de résultat la plus basse possible pour pouvoir dire le jour où ça sort : "voilà, je vous l'avais dit, ce sont les meilleurs". Et le mec qui ne les aime pas du tout, il va faire l'inverse : "regardez, ils ne font même pas mes chiffres, c'est une m..."* Et ça, je peux vous en sortir des exemples là-dedans. » (AS18S).

Le travail de décryptage précédemment évoqué est donc également mis en œuvre par une lecture « au second degré ». Cet analyste poursuit ainsi : *« C'est-à-dire... avant les publications de résultats, il y a des gens qui disent : "j'ai ça comme chiffre mais je pense que ça va être nettement mieux. Donc, quand la société sort ses chiffres et fait nettement mieux, vous pensez que le cours va monter. Eh bien, non ! car le "nettement mieux" correspond au whispered consensus et non au déclaré... C'est pour cela qu'il faut savoir décortiquer tous ces machins-là, ces petits bruits. »*

(AS18S). Si le consensus « s'impose », ces propos mettent en exergue la capacité agentique des analystes qui vont utiliser le consensus pour s'adosser, pour « se backer ».

Plusieurs analystes mettent ainsi en garde contre les écarts pouvant exister entre un consensus officiel et le contenu d'échanges plus informels. « *Ça permet de prendre la température, mais ça ne permet pas forcément d'avoir une estimation fiable de l'opinion des analystes dessus* », affirme l'un d'entre eux (AS10J). Un de ses confrères aura une opinion plus tranchée : « *Entre un consensus à l'achat et ce qui se raconte au téléphone, ce n'est pas forcément la même chose. Ce peut même être carrément l'opposé. (...) C'est le fait qu'il faut ménager la chèvre et le chou, que l'on n'est prêts ni humainement ni commercialement à prendre le risque vis-à-vis de la société, que si vous changez de reco, il va falloir refaire votre modèle, que l'on a dit l'inverse une semaine avant et que l'on a fait de gros ordres...* » (AS5E).

Conçu comme résultant d'un processus d'agrégation d'informations, le consensus apparaît donc comme disposant d'une réalité propre, qui focalise l'ensemble des attentions.

Le consensus, par ses modalités d'élaboration en soi, a des impacts sur la formation du jugement des analystes. Même si l'homogénéisation des données communiquées n'est pas « exigée » a priori, elle s'opère de manière plus ou moins implicite et contrôlée, en raison des nécessités de comparaison vis-à-vis des prévisions des autres analystes ainsi que de la réalisation de ces prévisions. Elle permet ainsi de conforter certaines hypothèses quant à la difficulté pour un analyste de matérialiser des retraitements dans les données diffusées. La réalisation de retraitements « off » dépend fortement des analystes considérés.

Le consensus a également des impacts en raison de son existence même, en tant que « structure cognitive » (Orléan, 2005). Il symbolise la référence au marché, le fait, comme il sera développé dans le chapitre suivant, que « le marché a toujours raison ». L'analyste financier se doit non seulement d'effectuer sa propre analyse mais également de comprendre en quoi, dans un temps très court, elle peut être différente de celle des autres. Il se doit donc d'appréhender le raisonnement d'autrui et plus globalement les modes de raisonnement cognitifs du marché.

Le consensus représente une source d'informations sur les informations intégrées, ou non, par les autres acteurs. Cette source d'informations suppose une prise de recul. La manière dont il est appréhendé par les analystes financiers révèle cette capacité agentique de réflexivité qui permet, en particulier, de décoder les comportements des autres acteurs. Il est également utilisé par les analystes financiers pour se protéger, dans leurs recommandations ou leurs prévisions de bénéfices, des évolutions futures.

Il ne s'agit, par ailleurs, que d'une première source d'informations. Un accès complémentaire aux échanges et aux conversations se révèle incontournable, comme conclut à ce sujet un analyste sell-side : « *On est beaucoup plus sur le terrain que derrière un écran, ici. Ici, on ne voit pas ce qui se passe et c'est tout le tissu d'informations qui est fondamental. Donc, le consensus, ça donne une idée mais il y a un *whispered*, donc un officieux et un officiel.* » (AS18). Ces propos soulignent l'importance des aspects relationnels nécessaires à une appréhension interprétative « du marché » qui sera développée dans le chapitre suivant.

Conclusion

Pour former son jugement, l'analyste financier sell-side mobilise des institutions cognitives et normatives. Les développements précédents ont essayé de montrer comment ces institutions sont véhiculées par l'intermédiaire de référents professionnels et académiques, par une structuration de leur travail en miroir à celle de leur client, par des systèmes symboliques ou des objets comme les indices ou le consensus des analystes financiers.

Tableau 18 – La formation du jugement de l'analyste : les piliers institutionnels et les vecteurs de diffusion

Vecteurs institutionnels	Piliers	
	Cognitifs	Normatifs
Systèmes relationnels	Isomorphismes structurels entre société de gestion et société de courtage	
Systèmes symboliques	Catégories, schémas relatifs aux choix des sociétés et des informations ainsi qu'à leur interprétation	Les référents professionnels
Artefacts cognitifs	Indices Consensus des analystes	Le « consensus des analystes »

L'analyste financier se doit de rechercher la valeur fondamentale des titres, fondée sur la recherche d'informations exogènes au marché, symbole de l'apport institutionnel de l'analyste financier. Ce dernier dispose à ce titre d'un outillage théorique porteur d'orientations cognitives.

La formation de son jugement s'inscrit dans une organisation résultant des prescriptions de la gestion benchmarkée. Ces prescriptions conduisent à encadrer les modes de pensée de l'analyste, les fait correspondre à ceux des analystes buy-side des sociétés de gestion et les fait s'articuler à ceux des vendeurs ou des gérants. L'analyste opère ainsi une « descente cognitive » vers le marché.

Ces prescriptions conduisent à une analyse des titres en relatif au sein d'un secteur, dont le contenu est détourné par les indices boursiers. Cette appartenance détermine les sociétés servant de référence, en termes de comparaison, ainsi que la manière dont la société analysée va être appréhendée. Les informations retenues font également l'objet d'une catégorisation ex ante, plus ou moins consciente, selon leur capacité d'intégration par le marché.

La référence au consensus, véritable structure cognitive, permet à l'analyste de cerner les informations intégrées ou non par le marché ainsi que les attentes de ce dernier. Le consensus est également porteur d'une forte dimension normative qui oblige l'analyste à peser les conséquences de son positionnement au regard des autres analystes.

Tableau 19 – La formation du jugement de l'analyste : Les vecteurs de diffusion et exemples d'institutions véhiculées

Les vecteurs de diffusion	Exemples d'institutions véhiculées
<i>Les référents professionnels</i>	« La valeur fondamentale »
<i>Systèmes relationnels</i> : les isomorphismes structurels entre société de gestion et société de courtage	Les principes de gestion benchmarkée et leurs impacts sur les modes de raisonnements
<i>Systèmes symboliques</i> : les catégories, schémas relatifs aux choix des sociétés et des informations ainsi qu'à leur interprétation <i>Les objets</i> : les indices	Modalités de comparaison et d'interprétation en référence au marché
<i>Les artefacts cognitifs</i> : le consensus des analystes	« Le poids du consensus »

Ces vecteurs de diffusion contribuent à « ancrer » l'analyste vis-à-vis du « marché », ou, plus exactement, vis-à-vis des autres acteurs participant à la formation des cours boursiers. Si les définitions académiques de la recherche fondamentale mettent l'accent sur les relations avec les directions des sociétés, les systèmes relationnels conduisent à mettre en exergue les liens avec leurs clients, analystes buy-side et gérants. Les systèmes symboliques et le poids du consensus des analystes arriment, de manière encore plus étroite, le travail de l'analyste financier à l'évolution du cours boursier et situe l'analyste au sein de l'ensemble de la communauté financière.

Tableau 20 – La formation du jugement de l'analyste : les vecteurs de diffusion et les articulations opérées avec les autres acteurs

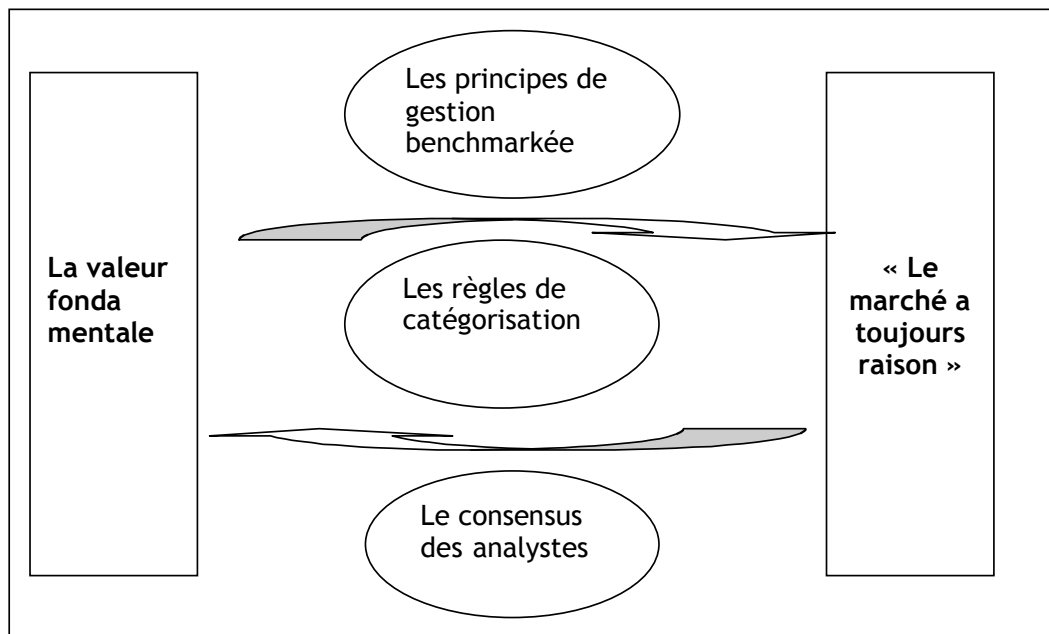
Les véhicules de diffusion	Les articulations opérées avec les autres acteurs
Les référents professionnels	Les directions d'entreprises
Les isomorphismes structurels entre société de gestion et société de courtage	Les clients
Les catégories, schémas relatifs aux choix des sociétés et des informations ainsi qu'à leur interprétation Les indices	Les autres analystes ainsi que la communauté financière
Consensus des analystes	Les autres analystes et la communauté financière

Ces modes de pensée véhiculés encadrent donc la formation du jugement de l'analyste mais sans véritablement la déterminer, en raison, d'une part de la réflexivité mise en œuvre par les analystes financiers et, d'autre part, des caractéristiques mêmes des institutions véhiculées.

L'analyste opère en effet un véritable travail d'interprétation, intégrant l'utilisation de modèles, le recours à des règles sur lesquelles il conserve un certain recul critique et la recherche de changements de perspectives destinés à comprendre comment les autres acteurs forment leur jugement.

Ces institutions cognitives et normatives n'apportent qu'un outillage théorique que l'analyste se doit de décliner opérationnellement. Elles impulsent également des orientations qui ne sont pas forcément concordantes. L'analyste se trouve ainsi confronté à une recherche de réconciliation entre son analyse « fondamentale » et la « vision du marché », symbolisant l'ultime référence. Enfin leur degré d'institutionnalisation peut se révéler variable en raison des remises en cause qu'elles peuvent subir. Le krach boursier de 2001 a, par exemple, conduit à une remise en cause des gestions benchmarkées et à remettre, sur le devant de la scène, les gestions actives.

Figure 18 – L'articulation des différents vecteurs d'institutions cognitives et normatives



Le chapitre suivant a ainsi pour vocation d'essayer de montrer comment, confronté aux soubresauts du marché financier, l'analyste, mobilisant ses capacités agentiques, opère cette réconciliation au quotidien en essayant de cerner les différentes anticipations. Son processus de formation du jugement intègre ainsi une nécessaire analyse en dynamique des modalités d'intégration de l'information par le marché et plus largement de la détermination des cours boursiers. Cette analyse conduit à souligner l'importance des relations tissées avec les clients.

Chapitre 2

Une formation du jugement relationnellement ajustée

Introduction

Ce chapitre a pour vocation d'essayer de montrer comment l'analyste, tout en mobilisant les modes de raisonnements institutionnalisés précédemment décrits, ajuste la formation de son jugement.

L'incomplétude de ces modes de raisonnement mais surtout leurs potentielles divergences conduit à appréhender la formation du jugement comme une articulation de couplages et découplages. L'opération de réduction de la complexité est guidée par des mécanismes institutionnels. Au quotidien, l'analyste doit cependant résoudre différents problèmes relatifs à l'intégration des informations. Si des méthodes d'évaluation sont théoriquement définies, ces définitions ne donnent pas les clés opérationnelles de tous les problèmes de mesure. Si, par ailleurs, lors de la restitution, l'accent peut être porté sur les informations chiffrées, le processus d'analyse prend en compte des informations de nature qualitative, telles que la qualité des dirigeants. Selon les analystes, ce type d'information est diversement pris en compte lors du processus, intégré dans l'évaluation chiffrée ou implicitement retenu lors de la formulation des recommandations.

Mais surtout l'analyste se doit d'essayer de réconcilier une analyse dite « fondamentale » avec la perception « du marché » exprimée in fine par les cours boursiers. **Les processus d'évaluation et de détermination de la recommandation ne peuvent en effet s'opérer sans une analyse des modalités d'intégration de l'information par le marché.** Ces préoccupations peuvent se traduire par l'emploi conjoint de plusieurs méthodes d'évaluations, strictement fondamentales ou fondées sur des multiples. Mais l'analyste va surtout devoir essayer de distinguer les origines de mouvements conjoncturels de fluctuation des cours, tout en essayant de cerner les interprétations conjoncturellement réalisées par les autres acteurs. L'analyste se trouve ainsi conduit à rechercher « ce que le marché pense » et « pourquoi il le pense » et donc à décortiquer cette réification (Berger et Luckman, 2006/1966, p.167).

Selon les situations et ses propres capacités d'influence ou de résistance à la pression sociale, l'analyste adopte alors différentes postures d'adaptation ou de confrontation au marché.

La connaissance du marché apparaît ainsi comme un élément fondamental dans la formation du jugement de l'analyste sell-side. Les analystes sont unanimes à **considérer les liens établis avec les clients comme un dispositif d'appréhension essentiel** de cette réalité aux contours flous. Quel que soit l'acteur considéré, le marché est représenté en fait par « les autres ». Toute émergence de nouvelles interprétations nécessite leur approbation. Ce marché se révèle, par ailleurs, d'autant plus difficile à cerner que les modalités de gestion de portefeuilles de titres se révèlent hétérogènes et instables dans le temps.

Les relations avec les clients se révèlent importantes à double titre. D'une part, ces relations sont porteuses, pour l'analyste sell-side d'informations sur le marché. D'autre part, les pratiques de formation du jugement entre les analystes et leurs clients vont s'ajuster entre elles, mais cette fois-ci de manière locale et idiosyncratique et non institutionnelle, **s'inscrivant dans des degrés divers d'encastrement**.

En raison de la particularité du modèle économique de la recherche, précédemment présenté, les relations des analystes avec leurs clients mobilisent **différents dispositifs d'évaluation et de mise en relation émanant d'une construction sociale**.

La formation du jugement de l'analyste s'opère dans un **cadre d'interactions cognitives avec ses clients**, interactions qui diffèrent selon les règles de performance considérées, substantive ou procédurale. Ces règles de performances posent notamment la question du rôle de l'analyste sell-side dans la formulation de recommandations. Une réflexion d'ensemble est ainsi soulevée sur la question des rôles et des responsabilités respectives face aux évolutions des cours boursiers. Une co-construction du jugement se réalise ainsi à des degrés divers, échanges réciproques d'informations ou constructions interactives d'interprétation.

1. La mise en œuvre de « couplages » et de « découplages » lors des processus d'évaluation et de détermination de la recommandation

L'analyste doit obéir à des règles de cohérence, qu'il respectera, le cas échéant, lors de la restitution de ses travaux. À partir des informations collectées, il réalise des prévisions chiffrées servant de base à l'application de méthodes d'évaluation. La confrontation du prix cible, issu de son modèle d'évaluation quantitative, au cours boursier conduit à la détermination de sa recommandation. Ces règles, qui transparaissent à la lecture des études, émanent de la conception théorique régissant le travail de l'analyste ainsi que de règles spécifiques à chaque bureau. La recommandation découle ainsi d'un certain écart relatif entre le prix cible et le cours boursier, qui varie selon les maisons de courtage.

Cependant, l'articulation entre ces divers éléments est rarement présentée par les analystes financiers comme un processus linéaire, parfaitement conforme aux préconisations théoriques et organisationnelles. Seule une analyste junior d'une maison de courtage de moyenne taille a décrit son processus sous forme d'un enchaînement parfait des différentes étapes : « *On fait des prévisions de résultats. Pour cela, on utilise la méthode des comparables. C'est du concret car on a les cours. La méthode de valorisation des cash-flows... Mais si on fait les choses bien, en règle générale, on a un différentiel de +5 %, et +5 % par rapport aux objectifs de cours des comparables. L'évaluation débouche sur un objectif de cours théorique du titre étudié. On compare l'objectif de cours théorique et le cours de Bourse, et donc on a un upside (...). Au-delà de 10 %, on est à l'achat. On est neutre entre -5 % et +10 % et on est à la vente au-dessous de -5 %.* » (AS8). L'analyste senior d'une grande maison de courtage, dès le début de l'entretien, contrecarre cette approche : « *Notre métier consiste théoriquement à prévoir les résultats des compagnies en partant du postulat que le marché va s'en servir de base pour faire varier ses cours. L'hypothèse sous-jacente est que si les résultats sont bons, les cours vont suivre. Ça, c'est la théorie.* » (AS12L).

Ce processus, articulant le diagnostic et le traitement, représenté dans le cas de l'analyste par la recommandation, se situe au cœur de l'inférence (Abbott, 1988). Il apparaît beaucoup plus complexe qu'un simple enchaînement linéaire. Abbott (1988) insiste sur le fait que, en tant que cœur de l'expertise, c'est de ce processus que l'analyste devra rendre compte, sans toutefois le rendre complètement reproductible. Mais c'est également à l'occasion de ce processus que l'analyste se heurte à une nécessaire conciliation des différentes orientations précédemment décrites.

Les recherches menées sur les conflits d'intérêts se sont intéressées à la manière dont la recommandation en tant que telle, ou son changement, pouvait résulter de pressions issues de divers acteurs, vendeurs, clients, directions¹⁴⁸.

¹⁴⁸ Cf. revue de littérature.

La question de la relation au dirigeant et de son impact sur la formation du jugement de l'analyste financier a été approfondie par Fogarty et Rogers (2005), qui montrent comment il est parfois difficile, pour les analystes, de réaliser ce travail en respectant strictement les valeurs et les attitudes prônées par les marchés financiers. Les analystes financiers doivent ainsi être considérés comme indépendants des directions, tout en étant suffisamment proches pour être à même de saisir les informations non disponibles expliquant les chances de réussite d'une société. Ils doivent ainsi convaincre les dirigeants qu'ils sont à la hauteur de la confiance qui leur est prodiguée, tout en étant capables d'exprimer des réserves éventuelles sur les résultats futurs.

Fogarty et Rogers (2005) montrent qu'il peut exister un écart important entre « ce qui est fait » et « ce qui devrait être fait » au regard de la théorie financière. Cette « dualité » induit, d'après la théorie néo-institutionnelle, la mise en œuvre de deux types de fonctionnements, l'un « cérémonial », l'autre « opérationnel », dont le degré de « couplage » peut fortement varier. En se fondant sur une analyse de contenu de rapports d'analystes, ces auteurs cherchent à mettre en évidence le degré de rituel que ceux-ci contiennent au travers de l'étude des propos portés sur les dirigeants, de la prise en compte ou non du passé et du poids relatif donné aux bonnes nouvelles. Ils en concluent que l'analyse financière apparaît plus marquée par le champ institutionnel que par celui de la technique financière. Ils pointent également le rôle des informations comptables, qui viennent appuyer des conclusions déterminées par ailleurs, support d'argumentation plutôt qu'origine de démonstrations.

D'autres considérations sont susceptibles d'engendrer des « découplages » au sein de ce processus. L'analyste se retrouve ainsi confronté à une obligation de « rationalisation » qui induit deux types de difficultés plus ou moins interdépendantes.

La première porte sur la poursuite du processus de réduction de la complexité demandée à l'analyste. Nous avons vu dans la première partie que les classifications permettaient d'orienter le regard et de déterminer les types d'informations à prendre à compte. Ce processus se poursuit par la mise en œuvre de processus calculatoires au sein desquels l'analyste intègre cependant des éléments plus qualitatifs et informels pour aboutir, in fine, à une évaluation chiffrée de la société. Comme l'explique un responsable de bureau d'analyse : « *Le marché adore les chiffres parce que c'est rassurant. C'est un, et pas deux, c'est deux, et pas trois ?* » (AS5). Dans le même esprit, l'analyste doit fournir des recommandations « tranchées » : achat ou vente.

La seconde a trait à la conception du cours boursier. Dans une acception théorique, l'analyste réalise un travail d'évaluation qu'il compare à un cours boursier, considéré comme une donnée statique. Or l'analyste financier se retrouve confronté à une dynamique des cours boursiers qu'il se doit d'analyser. La formation de son jugement intègre donc une recherche de compréhension, puis d'articulation voire d'interaction des mécanismes de formation des cours et de l'évaluation du titre considéré.

Loin d'être un processus linéaire, la formation du jugement se rapprocherait plutôt de la construction d'une mosaïque, comme le développent Moyes, Park et Williams (1996), à l'aide de touches très diverses voire éparses mais devant être restituées de manière précisément ajustée. Cette obligation de rationalisation est ainsi exprimée à plusieurs reprises par différents analystes sell-side : « *Il y a une exigence de résultat et de rigueur qui ne*

colle pas avec cette conception de la psychologie des marchés. On est en permanence sur le fil du rasoir, à avoir des pseudo-justifications qu'il faut quand même prétendre avoir mis en équations », exprimera l'un d'eux (AS5E). Un autre analyste conclura l'entretien, de manière « off », en ces termes : « *Vous savez, les analystes servent à rationaliser l'irrationnel.* » (AS15). Ces propos rappellent en substance ceux de Fogarty et de Rogers (2005) mettant en exergue la manière dont les analystes créent une « réalité sur-rationnalisée » et « objectivée » (...), créent des faits sociaux qui sans eux n'existeraient pas (...), étayent les données comptables publiques, gommant leur caractère plus ou moins équivoque et donnent plus de « crédibilité à l'histoire racontée sur la société ».

1.1. Une difficile réduction de la complexité

Le travail de l'analyste consiste à devoir résumer, en quelques données chiffrées et quelques termes, la situation d'une société et son devenir. Cette demande de synthèse est inhérente au fonctionnement des marchés financiers, fondé sur des prises de décisions rapides, comme l'explique un jeune analyste : « *Cela vient du besoin de réduire quelque chose d'extrêmement complexe à des grands repères sur lesquels on peut articuler pas mal de raisonnements rapidement.* » (AS6).

Dans la première partie, nous avons essayé d'analyser la manière dont le modèle d'évaluation de l'analyste financier se structure qualitativement en orientant la façon de voir et le choix des informations retenues. Ce modèle doit, par la suite, se décliner quantitativement par l'élaboration de grilles de prévisions, sous-tendant la mise en œuvre de méthodes d'évaluation.

Cette modélisation chiffrée ne se fonde cependant pas uniquement sur des informations quantitatives. La prise en compte d'éléments qualitatifs se révèle incontournable, tout en représentant l'aspect le plus délicat, eu égard à une demande « d'objectivation » future. Cette prise en compte s'opère, soit au niveau de l'évaluation, par une transformation de ces derniers en données chiffrées, corroborant ainsi les travaux de Barker (1999b), soit au niveau de la détermination de la recommandation. Ces informations qualitatives permettent ainsi de porter une interprétation sur des données chiffrées. Commentant la proximité des prévisions de bénéfices par action sur certaines sociétés, un analyste précise : « *À partir des mêmes chiffres, on peut avoir une opinion qui n'est pas la même sur les titres en question.* » (AS7).

1.1.1. L'importance des informations qualitatives et notamment de l'évaluation des directions

Plusieurs auteurs ont mis en exergue la mobilisation, par les analystes financiers, de facteurs subjectifs.

Barker (1999b) met ainsi en évidence qu'en raison de l'incertitude inhérente aux prévisions, les acteurs adoptent un horizon temporel court. Au-delà de deux ans, les analystes se fondent sur des éléments qualitatifs pour évaluer les perspectives de croissance et l'évaluation des risques. Ainsi, si les évaluations quantitatives servent de

point de démarrage, de filtre, l'évaluation proprement dite résulte en fait d'une dynamique, d'un processus intégrant nombre d'éléments subjectifs, qui peuvent être, ensuite, formalisés par un modèle.

L'utilisation d'informations qualitatives et informelles pour l'évaluation des performances futures est également soulignée par Moyes, Park et Williams (1996), à l'occasion d'une étude portant sur la comparaison des processus de révision des prévisions de résultats entre les analystes sell-side et buy-side.

Cet aspect est régulièrement souligné par les analystes sell-side mais également par les analystes buy-side ainsi que par les gérants, en particulier pour les petites et moyennes capitalisations.

Une évaluation des dirigeants à l'aune de leur « honnêteté de communication » et de leur maîtrise de la situation

Parmi les informations qualitatives utilisées, l'évaluation de la qualité du management apparaît comme un élément récurrent, en particulier pour les petites et moyennes capitalisations. Un peu provocateur, un analyste financier me propose de me recommander de lui pour rencontrer une de ses collègues, précisant : « *C'est la diva des small caps. C., c'est quelqu'un qui ne connaît pas trois chiffres sur une boîte et elle s'en contrefout. Enfin, j'exagère un peu. Elle raconte des histoires. Les gens veulent qu'on leur vende des histoires. On vous l'a souvent dit, ça ?* » (AS5). Dans le même esprit, à la fin d'un des premiers entretiens, à une question portant sur les aspects importants susceptibles d'avoir été oubliés, un analyste sell-side répondit : « *La personnalité des dirigeants dans la formation du jugement. Et c'est essentiel pour les petites et moyennes capitalisations.* » (AS4).

Cette préoccupation apparaît également pour les plus grandes capitalisations. Les premiers propos d'un analyste sectoriel mettent en avant d'entrée de jeu cet aspect : « *Vous savez, vous mettez dans votre lettre que vous étudiez la formation du jugement des analystes sur les sociétés, mais vous pensez que ce sont les sociétés que l'on juge, ou leurs dirigeants ? (...) Le jugement sur une société, ce qui fait une société, c'est les hommes. Donc, finalement, vous allez assez vite arriver à juger le management.* » (AS15). Barker (1999b) explique cette importance – mise également en évidence par d'autres recherches – par le fait qu'elle est considérée comme la clé des performances futures, tout en étant observable à l'instant même.

Dans les petites structures, la capacité du dirigeant à piloter la société apparaît fondamentale en l'absence, souvent, de relais internes. Comme le précise un analyste senior spécialisé mid caps : « *On accorde une part importante, aussi, au management. Car dans une petite entreprise, l'erreur ne pardonne pas. Une erreur stratégique dans une grosse entreprise, bon, ça se corrige. Le paquebot continue à avancer. Dans une petite entreprise, si vous n'avez pas un management qui est très réactif, vous risquez de couler.* » (AS11). Une autre analyste précise ainsi : « *C'est lui qui fait l'avenir de la société.* » (AS4).

Pour les grandes capitalisations, cette estimation apparaît moins fondamentale dans le sens où le management de l'entreprise n'est pas perçu comme reposant sur un seul homme, à quelques nuances près. « *Dans un paquebot comme Total, à moyen terme, cela a réellement une influence, mais il faudrait vraiment que chez Total une bonne partie du management s'en aille d'un coup* », précise une analyste. En riant, elle nuance légèrement son propos par ses

allusions aux réactions du marché lors de changements de direction ou dans le cas de personnalités jugées charismatiques : « *Mais on voit néanmoins le marché réagir au départ d'un dirigeant et à l'arrivée d'un autre comme pour Alcatel ou Vivendi. Je me rappelle Messier...* » (AS4). D'une part, le dirigeant, quelles que soient les structures, cristallise, ou, pour reprendre l'expression d'un analyste sell-side : « *Il est la somme d'une prise de décisions* » (AS15). D'autre part, la confiance qu'il inspire sert de gage de fiabilité pour l'ensemble des informations transmises.

Les critères retenus dans le jugement porté peuvent se révéler très informels. « *C'est un discours, c'est très subjectif et c'est là aussi que l'expérience fait beaucoup. Il faut que les gens arrivent à nous convaincre* », précise ainsi une analyste spécialisée sur les moyennes capitalisations (AS4D). La maîtrise de la communication constitue un des premiers critères énoncés. « *C'est comment ils répondent à nos questions* », mentionne, dans un premier temps, un analyste sectoriel (AS15).

Lors de l'arrivée d'un nouveau dirigeant, le jugement se révèle évidemment difficile à formuler, comme le reconnaît un analyste chevronné : « *C'est vrai que comme L., le jour où A. est arrivé, vous n'achetez que sur incantations : "il arrive, il va tout changer".* » Des engagements sont alors attendus et évalués selon leur degré actuel de concrétisation. Cet analyste poursuit ainsi : « *En même temps, il y a des facteurs sous-jacents. Il y a des financiers qui sont rentrés (...) et déjà, un mec qui dit ça, ça et ça, il se met l'aiguillon dans le dos (...). Et puis, il a pris des stock-options. (...) Et après, vous avez des étapes de confiance que franchit le marché (...). Au bout de six mois, on commence à voir la réalisation de son argumentaire.* » (AS15).

La mise en œuvre effective des promesses annoncées est en effet l'élément de jugement le plus récurrent. « *Je préfère juger le management sur un track record de décisions, je ne suis pas à l'aise sur la qualité intemporelle d'un dirigeant. En général, quand le cours a beaucoup monté, le management est crédité plutôt pas mal et inversement* », déclare un analyste sectoriel, un peu critique vis-à-vis de ses confrères. « *Regardez EADS. L'A380, c'est un programme qui va durer vingt-cinq ans. On a un retard de six mois. Nous, en moyenne, sur un projet de deux semaines, on a un retard de deux semaines... soit 100 %.* » (AS19).

Ce critère permet de cerner les deux éléments essentiels précédemment cités : « l'honnêteté » de la communication et, surtout, la maîtrise de la situation. La non-réalisation des promesses ne donne en effet pas forcément lieu à un jugement péremptoire. La capacité des dirigeants à fournir des justifications constitue le fondement d'une certaine confiance, explique un analyste, en parlant d'un dirigeant d'une société du CAC 40 : « *Le marché pardonne. Si c'est en toute véracité, s'il n'a pas essayé de pipoter.* » (AS15). Mais cette confiance ne permet pas uniquement de pallier une asymétrie d'informations. « *C'est comme une boîte qui fait un profit warning. Est-ce qu'elle a été honnête ? Jusqu'où a-t-elle poussé le profit warning ? Est-ce que la personne sait vraiment ?*, poursuit l'analyste précédent.

Les dirigeants ne sont pas forcément jugés sur leur degré d'exhaustivité dans la transmission d'information mais sur un certain degré de compétence en termes d'appréhension des situations et de pilotage : « *Après, à dessein, un dirigeant peut cacher quelque chose. Il y a des sociétés qui n'ont pas dit des choses mais qui ont montré qu'elles savaient gérer. C'est quand même des bons. Ça fait partie de la force d'un manager.* » Ainsi, en cas de non-atteinte des objectifs escomptés, le dirigeant doit prouver sa capacité d'analyse. L'origine

des causes doit donc être réalisée et des assurances de non-répétition de ce phénomène doivent être données. « *Si lui n'a pas la main (...), s'il n'arrive pas à faire ce qu'il dit, c'est que, soit il a mal analysé le marché, soit des gens, chez lui, l'ont mal analysé (...). Il peut se tromper, mais il faut alors qu'il trouve les outils pour ne plus se tromper* », poursuit cet analyste sell-side (AS15), qui conclut par le fait que le dirigeant doit également prouver sa capacité de : « *comment ils réagissent aux situations dans lesquelles ils s'engouffrent* ».

D'un point de vue psychologique, l'intégration dans le jugement de l'analyste de considérations sur la valeur sociale des dirigeants éloigne résolument la formation du jugement de l'analyste d'une orientation psycho-cognitive. L'objet de jugement devient explicitement un objet social, induisant des mécanismes de jugement qui lui sont propres. Contrairement aux objets, la perception des personnes comporte à la fois des dimensions beaucoup plus complexes et dynamiques en raison des informations engendrées. Les personnes, en soi, sont plus difficiles à appréhender et, de fait, évoluent, contrairement aux objets. La perception des personnes intègre également des considérations plus interactives. Une personne peut en effet faire évoluer la perception que l'on a d'elle, peut manipuler les perceptions en changeant l'environnement et engage également un jugement sur la personne qui la juge (Beauvois et *alii* 2005).

Ces développements conduisent à la formulation de la proposition de recherche suivante :

P5 : Les analystes financiers sell-side intègrent, dans la formation de leur jugement, une évaluation des dirigeants.

Une intégration quantitative, via la prime de risque, ou qualitative, lors de la formulation de la recommandation

Cette intégration, en raison de son inhérente subjectivité, n'est cependant que très rarement restituée dans ses écrits. « *C'est un sujet tabou. Vous verrez très rarement dans les écrits des analystes des éléments concernant les dirigeants des sociétés.* » (AS17L). Comme nous l'aborderons par la suite, l'évaluation des directions peut être explicitement incorporée dans le modèle d'évaluation au travers de la prime de risque : « *C'est vrai il y a certaines boîtes où je ne les aime pas, et je ne l'écris pas. Mais, je le mets dans mes chiffres (rises).* » (AS17F). Elle peut être également prise en compte directement dans l'opinion. « *On finit par se faire une opinion sur le management, c'est valable aussi pour les grandes sociétés... qu'on intègre consciemment ou inconsciemment dans la recommandation que l'on fait* », déclare un analyste très ancien dans le métier (AS2).

Les informations qualitatives peuvent ainsi être directement intégrées lors de la formulation de la recommandation. Cet aspect met ainsi en évidence l'absence de liens directs et linéaires entre l'évaluation chiffrée et la recommandation.

À une question portant sur l'articulation de la valorisation et de la recommandation, un analyste répondit : « *Pas du tout, les ratios sur PE, ça ne vous dit que cela. L'opinion qui est sur le document, c'est vous qui vous dites : "est-ce que j'achèterais ce titre ?". Là, c'est votre argumentaire qui*

doit vous amenez à la conclusion. » (AS7). Cette notion « d'argumentaire » revient en leitmotiv comme une sorte de fondement des convictions de l'analyste. « *La recommandation, elle est issue de plusieurs choses. Elle n'est pas seulement issue de l'évaluation financière. L'évaluation financière aboutit à un chiffre ; on est capable de voir s'il est très au-dessus ou au-dessous du cours de Bourse et d'en tirer les conclusions, je suis d'accord. Mais la recommandation, elle tient essentiellement compte d'aspects fondamentaux (...): la stratégie, la perception du management...* », essaie de préciser un analyste mid caps (AS11K). Une autre analyste l'illustrera : « *C'est la stratégie du groupe, ce que l'on pense du management. (...) Moi, je suis à la vente, eux (les gérants) sont à l'achat. Car B. a dit qu'ils allaient faire de la croissance externe. Je suis persuadée que c'est faux (...). Et les gérants, ils ont tous acheté la valeur à cause de cela (...). Voilà, ce n'est pas sur les chiffres, c'est sur cette impression. De là découlent les chiffres, mais...* » (AS17).

A contrario, la plupart des analystes insistent sur l'importance de la lecture de l'argumentation, indissociable de la prise en compte de la recommandation. Un analyste d'une grande maison déclare spontanément : « *Le jugement, c'est une conclusion boursière, parfois il faut savoir lire entre les lignes. Parfois, vous ne pouvez être officiellement négatif sur une société, mais vous arrivez, par le discours, à dire que vous l'êtes. Je vous ai mis dans une note sur : "G....". J'ai sorti une opinion positive, mais je n'y croyais pas. D'ailleurs, le titre le prouve : "La santé, mais à quel prix ?".* » (AS7).

Constatant le contenu partiellement explicatif des prévisions de résultats sur les recommandations, Bradshaw (2004) émet deux hypothèses : les conflits d'intérêts et l'intégration d'informations qualitatives. Cette analyse corrobore la seconde hypothèse.

Les informations qualitatives peuvent être également intégrées au fur et à mesure de l'élaboration des modèles d'évaluation, via la prime de risque pour l'actualisation des flux de trésorerie, ou l'utilisation de « décote » ou de surcote » lors des calculs des Price Earning Ratio (PER).

1.1.2. Les méthodes d'évaluations quantitatives et leur incomplétude

Pour réaliser ses prévisions, l'analyste financier élabore des « grilles », incluant un compte de résultat, un bilan, un tableau de flux. Ces grilles donnent lieu à différentes moutures : une mouture très personnelle, détaillant l'ensemble des postes intégrant les différentes hypothèses ou une mouture plus agrégée et formatée, correspondant à la présentation standard du bureau d'analyse. Ces grilles servent à l'analyste à construire différents scénarios, participent à la détermination et au choix du cours cible ainsi qu'à la recommandation.

La détermination du cours cible se fonde sur l'utilisation de différentes méthodes de valorisation, considérées d'un point de vue académique comme « fondamentales », comme l'actualisation de flux de trésorerie futurs ou éventuellement l'approche patrimoniale¹⁴⁹, ou prenant appui sur les valorisations de marché comme la méthode

¹⁴⁹ Cf. chapitre précédent.

des comparables. Théoriquement documentées, ces méthodes fondent l'expertise académique de l'analyste. Leur utilisation pratique s'insère cependant dans un ensemble beaucoup plus vaste de compétences : « *J'ai régulièrement des stagiaires qui viennent de l'Essec. Ils arrivent et ils commencent à vous expliquer leur boulot, ils ont la tête farcie de théorie... Modigliani Miller et compagnie, et, pour eux, le boulot c'est faire des modèles Excel. Et ils découvrent que ce n'est pas que cela* » (AS7), explique en souriant un analyste expérimenté.

Une pluralité de méthodes, souvent conjointement utilisées

Comme Day (1986) ou Arnold et Moizer (1984) quelques années auparavant, Barker (1999a) met en évidence que les analystes, tant sell-side au buy-side, ont plutôt recours à des modèles d'évaluation « non sophistiqués » (rendement des dividendes, PER), délaissant la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (ou des dividendes) prônée par la théorie financière.

L'utilisation de différentes méthodes d'évaluation semble plutôt une pratique courante, à l'instar de cette analyste mid caps : « *Moi, je fais un mix comparaison boursière, DCF, somme des parties, si j'ai suffisamment d'informations pour le faire.* » (AS17). Cette pratique permet d'élaborer une fourchette, dont l'une des bornes est arrimée à l'évaluation par le marché, via la méthode des comparables, et dont l'autre se fonde sur une approche « plus fondamentale ». L'utilisation de plusieurs méthodes permet également de pallier, en partie, le caractère éminemment subjectif de toute valorisation, fait remarquer, à plusieurs reprises, la responsable d'un bureau d'analyse : « *Ce sont les méthodes classiques qui sont enseignées, sachant qu'il faut, de toute façon, utiliser plusieurs méthodes et que toute valorisation est purement subjective.* » (AS4). « *Tout cela peut se discuter. D'où l'intérêt d'employer plusieurs formules. Cela permet de recouper les résultats que l'on trouve est d'être plus assuré du résultat sur lequel on décide* », conclut un analyste buy-side (B1).

Malgré une utilisation très souvent plurielle, les préférences sont exprimées à l'encontre de l'une ou l'autre des méthodes, sans qu'une distinction claire entre les pratiques des analystes buy-side et des sell-side puisse être relevée. La méthode des comparables apporte des « repères » dans le temps et dans l'espace, celle de l'actualisation des flux nets de trésorerie permet de mettre en œuvre une réflexion économique et financière structurée.

Une utilisation de la méthode des comparables à titre de « repères »

Les comparables sont utilisés à titre de repères boursiers, tant dans le temps que dans l'espace. « *J'aime bien la méthode des multiples, déclare ainsi un analyste buy-side. On peut situer son prix actuel par rapport à ce qu'elle a été payée les années précédentes, en fonction des différentes circonstances. Ça permet également de la comparer également par rapport à ses concurrents.* » L'appréciation d'un multiple est, en effet, intrinsèquement fonction du secteur considéré. « *Une boîte d'aéronautique défense, ça se paie généralement entre 0,7 et 0,8 fois son chiffre d'affaires et entre 8 et 10 fois l'EBIT. Dès qu'on les dépasse, c'est qu'ils ont une taille de leader ou une niche technologique, un avantage compétitif et cela justifie que l'on paie plus cher* », explique un analyste du secteur aéronautique (AS15).

Les comparables permettent de donner des points d’ancrage en termes de fourchettes d’évaluation statique mais également dynamique, comme l’illustre cet analyste sectoriel : *« Il y a un moment où quand un titre se traite sur des multiples de milieu de cycle, il est difficile de savoir dans quel sens cela va aller, car potentiellement cela peut faire plus 50 % ou moins 50 %. Et actuellement, c’est le cas pour la sidérurgie européenne. »* (A3).

Des précautions doivent cependant être prises, inhérentes à l’échantillon considéré. *« Si on a un grand échantillon, cela se compense, mais sur un échantillon limité (...) »*, constate un jeune analyste (AS13), tandis qu’une analyste plus expérimentée relève la question des modalités de construction de l’échantillon : *« Tout dépend de ce que l’on retient comme échantillon, ce que l’on conserve, ce que l’on retire, pourquoi ? comment ? »* (AS4). Il est souligné l’adaptation de la méthode aux caractéristiques intrinsèques de la société analysée. *« Une société qui est en phase de recovery va avoir des multiples élevés. Ça ne veut pas dire que la société, qui se porte déjà mieux, va se payer sur ces multiples, ce serait aberrant »*, évoque un analyste sectoriel (AS13).

L’arrimage aux cours boursiers confère, à cette méthode, une certaine suprématie. *« J’ai tendance à préférer cette méthode qui me paraît plus objective que les autres »*, déclare un analyste buy-side (B1). Malgré la reconnaissance d’une certaine subjectivité, les tenants de la méthode des comparables mettent en exergue une de ses qualités fondamentales, à l’instar de cette analyste sell-side : *« Les comparables, c’est du concret car on a les cours. Mais la méthode de valorisation des cash-flows... »* (AS8).

Une utilisation de la méthode d’actualisation des flux nets de trésorerie (Discounted Cash Flow) à titre de maïeutique

Le modèle du Discounted Cash Flow (DCF) donne lieu à des représentations ambiguës. Fortement valorisé par certains gérants et présenté, par ses tenants, comme l’outil de référence, le DCF présente une évidente sensibilité aux hypothèses.

Cette sensibilité peut engendrer certaines suspicions, comme celles clairement énoncées par un analyste buy-side d’une grande maison de gestion : *« C’est personnel comme réaction, mais le DCF est considéré comme une méthode plus scientifique, plus sûre pour arriver à un prix objectif. On se rend compte que l’on est obligé de le faire à partir d’hypothèses qui sont éminemment discutables et la sensibilité à ces hypothèses est très forte. »* (B1). Deux hypothèses sont plus particulièrement soulignées par les analystes financiers : la détermination de la valeur terminale et le taux d’actualisation. Comme le souligne un analyste sell-side : *« À 1 % près, on peut avoir une opinion différente. Ça peut jouer sur 20 %. »* Leur poids en termes d’impacts sur le résultat se conjugue à la difficulté d’application des référents théoriques.

La fixation de règles par les analystes pour la détermination des primes de risque

La question de la détermination du taux d’actualisation est directement assimilée aux difficultés de l’application pratique du Modèle d’évaluation des actifs financiers (MEDAF) pour le calcul de la prime de risque, la détermination du bêta et parfois même pour la détermination du taux sans risque. Au début des années quatre-vingt, Arnold et Moizer (1984) avaient mis en évidence une utilisation extrêmement faible du bêta par les analystes anglais, sans cependant en déterminer la teneur.

La non-pertinence de la méthode du MEDAF est exprimée de manière très directe par une jeune analyste sell-side spécialisée sur les moyennes capitalisations : « *Le bêta n'est pas significatif. Il n'y a pas assez de liquidité. Il est inutilisable. On le fixe au nez.* » De manière plus pondérée, un analyste senior justifie sa position : « *On sait que sur les petites et moyennes valeurs, le bêta a peu de sens. Donc, si on passe par la théorie des bêtas pour évaluer les primes de risque sur les valeurs moyennes, on est sûr d'aboutir à des primes de risque qui ne tiennent pas debout. On est obligé de procéder différemment.* » (AS11K).

Ce même jugement est également énoncé pour les grandes capitalisations et ce par des analystes chevronnés de grandes maisons de courtage. « *Je me fous du bêta observé car le bêta observé... Pour x ou y raisons, les boîtes d'agroalimentaire peuvent avoir une volatilité élevée et donc un bêta élevé et inversement pour les télé. Or...* », exprime l'un d'eux (AS19). « *C'est le casse-tête sans fin. Tous les deux ans on change de méthode. Rien, déjà, que le taux sans risque... Est-ce que l'on prend le taux connu ou prévu ? Aujourd'hui, on prend 4 %, certains considèrent que ce n'est pas un niveau soutenable. Et qu'est-ce que l'on prend comme prime de risque ? Déjà, pour la calculer, il y a plusieurs méthodes et elle bouge tout le temps. On prend la prime sur les cent dernières années ? (rires) Et puis, il y a les histoires de structures financières...* », résume un autre analyste sell-side (AS8).

Souvent, donc, les montants retenus en la matière résultent de positions décidées au niveau du bureau d'analyse. « *Là, il y a des trucs qui se calculent tout seuls (...). Le coût moyen pondéré du capital, ça, je n'y touche pas* », déclare un analyste en me montrant comment se construit la grille de son bureau d'analyse.

La transposition difficile de certaines considérations théoriques amène les acteurs à poser d'autres règles. Il apparaît ainsi des modes de calcul de primes de risque particuliers, incorporant des éléments qualitatifs, tant pour des sociétés mid caps que pour des grandes capitalisations. L'analyste mid caps d'un grand bureau d'analyse précise ainsi : « *Dans le bêta, nous, on a une composante du management. C'est notre ancien patron qui avait fait cela. On fait une méthode de scoring, on avait des facteurs sur les marchés (en croissance ou pas), sur la stratégie de la société, là on mettait le management, le critère d'endettement, le positionnement sur le marché (leader ou pas).* » (AS17L). Un analyste sectoriel chevronné déclare, plus lapidaire : « *Nous, on met des primes de risque qui sont des notes de gueules.* » (AS17).

À l'extrême, l'appréhension du risque peut ainsi résulter d'un sentiment global sur la société. « *Dès lors que vous estimez que le degré de confiance n'est pas là, il faut rajouter une prime de risque forte, et faire varier votre prime de risque en fonction de ce que le marché intègre, ou n'intègre pas, ou a oublié d'intégrer. Le seul moyen de me prémunir intuitivement, si je n'y crois pas, c'est de mettre un bêta plus élevé* », explique un analyste (AS15) en réponse à la gestion d'écart entre ses convictions intimes et les cours boursiers.

Le raisonnement mis en œuvre doit cependant répondre à des exigences de cohérence financière. Comme souligne un analyste leader précédent : « *Donc, nous, on met une prime de gueule, mais on essaie d'avoir une certaine cohérence. Quand vous regardez H. par rapport à P., la prime ne doit pas faire ressortir que H. est moins risqué que P. Quand vous regardez T. par rapport à une X. allemande, il faut que la prime de risque soit plus faible, car en Allemagne, le marché est plus fragmenté ; que FM ait le même taux à long terme que E. Un buy-side, c'est typiquement le genre de cohérence qu'il va regarder.* » (AS19M).

L'intérêt procédural du DCF

Cette sensibilité aux hypothèses fait également la force du DCF, dans le sens où il nécessite une réflexion poussée sur les variables le composant. *« Il y a une dizaine de variables dans les DCF, c'est bien de les faire toutes varier pour voir aujourd'hui où on se situe (...). C'est bien de savoir comment on arrive à cela, en faisant varier telle ou telle hypothèse, quelle est la marge de risque que l'on prend »*, préconise un analyste chevronné (AS5).

La force du modèle réside essentiellement dans la manière dont l'analyste va le « faire tourner ». *« On a des hypothèses de croissance, de conversion de résultat en cash, de sous-activité de la marge, de croissance à long terme, de risques spécifiques, de taux d'impôt selon les activités. On essaie de faire un travail assez fin »* (AS19), détaille un analyste en prenant l'exemple d'un grand groupe avec lequel s'engage un travail de corroboration d'ensemble. *« Ce sont des estimations, je sais qu'il y a une cohérence globale, que les ordres de grandeur ne sont pas débiles, que cela matche avec l'ensemble. Je l'envoie, et ils me disent : "tu n'es pas très loin". »*. Le modèle sert ainsi à construire des scénarios. *« C'est ça, le véritable travail de l'analyste »*, conclut l'analyste précédent.

Au fur et à mesure des années, le modèle est approfondi et affiné. *« Mon modèle, le fichier Excel, c'est la richesse et la mémoire de l'analyste »*, conclut à ce sujet une analyste mid caps (AS17). La pratique de transmission aux analystes buy-side et/ou aux gérants accentue l'exigence de cohérence du raisonnement, souligne un analyste sectoriel : *« De plus en plus, les gérants vous demandent vos modèles. C'est le genre de trucs dont certains analystes ont horreur. Si le modèle n'est pas solide, vous êtes à poil. Si vous me demandez mon modèle sur L. et que vous vous apercevez que j'ai posé une hypothèse abracadabrante pour justifier un montant, cela saute aux yeux. »* (AS19). Le modèle sert aussi, en retour, de justification. *« Tu cherches à te backer, "voilà, je l'ai construit comme cela." »* (AS14).

Une gérante value insiste particulièrement sur la rigueur procédurale exigée pour une application pertinente de cette méthode, ainsi que sur son ancrage dans les fondamentaux : *« Moi, ce qui m'intéresse, c'est que pour bien faire un DCF, il faut se poser énormément de questions. On sait bien qu'un DCF peut être bidouillé, mais pour bien faire un DCF, il faut se poser des questions fondamentales. »*

À une question portant sur l'existence d'écarts entre PER et DCF, un analyste star répondit en ce sens : *« Hou là ! oui. Dans ce cas, on fait le DCF. On fait le pari que le long terme est une meilleure indication que le PER »* (AS19M).

La modélisation apporte aussi une capacité de réactivité. *« Si tu fais un modèle, tu vas pouvoir changer tes entrants, voir quels impacts va avoir une modification réglementaire, technique, tarifaire. Tu sais, les brokers en salle de marché, ils veulent "tap", "tap", l'impact sur la valo.(...) Tu changes un truc, le nombre d'abonnés, la hausse de l'abonnement, tu le vois tout de suite. »* (AS14).

1.1.3. Une amplification des exigences en termes de réactivité

La réduction de la complexité est rendue d'autant plus nécessaire que les analystes ressentent, à leur rencontre, un accroissement des contraintes de réactivité, susceptibles, selon eux, de raccourcir l'horizon temporel des prévisions.

Les contraintes de réactivité à l'information

La demande croissante de réactivité est constamment mise en exergue. L'augmentation de l'information « en temps réel » engendre des demandes croissantes auprès des analystes, censés pouvoir, dans les heures qui suivent, être capables d'appréhender les éventuels impacts. Un analyste explique ainsi comment la communauté financière vit au rythme de l'information et demande une interprétation quasi instantanée : « *Ça tombe sur Reuters. Tout de suite, il y a des milliers de lignes téléphoniques qui explosent. "Qu'est-ce qui va se passer, il faut que j'achète, que je vende etc." En fait, il faut réagir très rapidement et articuler un raisonnement. Et pour les gérants, c'est pareil, c'est la réactivité sur des choses extrêmement complexes que l'on n'arrive pas à maîtriser.* » (AS6).

Cette demande de réactivité est inscrite dans l'emploi du temps de l'analyste puisque chaque matin, au « morning meeting », celui-ci doit réagir sur des informations diffusées au petit matin. Un responsable investisseurs explique d'ailleurs que la seule manière de diffuser de manière homogène une information est justement d'attendre la clôture des marchés financiers. Mais les délais sont parfois plus contraints. « *Vendredi matin, on a les résultats semestriels de V. à 8 h 30. À 8 h 31, il y a "Comment please" (...) devant une salle de cent personnes* », illustre de manière très concrète un analyste sectoriel d'une grande maison de courtage (AS19).

La question des impacts sur les horizons de prévision

La pression exercée peut conduire à modifier les horizons de prévisions. Sur ce sujet qui lui tient particulièrement à cœur, un gérant développe : « *Une société dit : "je vais publier demain matin". Cela va pousser l'analyste à dire : "bonjour cher client, je vous envoie un papier, la veille ou l'avant-veille, pour vous rappeler que la prévision, c'est ça". De façon à ce que le jour où l'information sort, le lendemain matin, il puisse sortir un truc disant : "comme par hasard, je me suis calé exactement sur ce que la société avait dit, vous vous rendez compte, ce n'est pas beau ça..."* ». De façon à toujours montrer cette capacité à être le plus proche de la réalité, et comme je suis proche de la réalité, je suis donc le mieux à même pour vous dire qu'elle sera la prévision. Si ma prévision était aussi proche de la réalité que cela, il n'y a pas de raison que cela n'ait pas lieu la prochaine fois, donc écoutez-moi attentivement. Entre guillemets, une influence, une dictature du court terme qui est encore plus grande. » (G5)

L'utilisation de plusieurs méthodes soulève évidemment la question du mode de réconciliation ou des modalités de choix, in fine, entre les différentes évaluations réalisées pour la détermination du prix cible.

Au-delà des préférences, l'interprétation des chiffres s'opère à l'aune de la toile de fond issue de la modélisation qualitative. Par des propos pouvant paraître un peu

provocateurs, un analyste sell-side souligne la nécessaire interconnexion existant entre l'argumentaire développé et l'analyse chiffrée : *« C'est la partie (la partie chiffrée) à qui on peut faire dire tout ce que l'on veut. Pas en trichant sur les chiffres, mais en allant trouver un argument quelconque. Parce que la batterie de ratio que vous avez là, vous pouvez toujours en trouver qui semblent dire que votre titre est moins cher que les autres. Celle-là (la société citée), elle n'y échappe pas. Par exemple, ça, c'est un multiple de résultat. Elle était beaucoup moins chère que les autres. Par contre si on prend VE sur quelque chose, elle n'était pas vraiment moins chère. (...) Qu'est-ce que l'on cherche à valoriser ? »* (AS7).

Cette modélisation, tant qualitative que quantitative, se construit également en articulation avec une analyse en dynamique de l'évolution des cours boursiers.

1.2. Une modélisation articulée à une analyse en dynamique de l'évolution des cours boursiers

Les développements précédents ont essayé de mettre en évidence, par une analyse des informations issues de « l'économie réelle », la complexité de l'articulation entre une modélisation, tant qualitative que quantitative, et la formulation de la recommandation.

Les développements suivants essaient de montrer comment cette analyse d'informations issues de l'économie réelle se couple avec une analyse des modalités d'intégration des informations par le marché, en termes d'interprétation et de timing. La nécessité de cette analyse en dynamique de l'évolution des cours boursiers, accentuée par la perception d'une plus grande volatilité des cours, conduit alors l'analyste à adopter des postures relevant de l'adaptation ou de la confrontation à l'évolution du cours boursier. Ces postures peuvent être mises en œuvre en amont de la formulation de sa recommandation ou lors de la gestion d'écarts persistants entre son positionnement et l'évolution des cours.

1.2.1. De la volatilité des cours boursiers

« Les marchés ne sont pas irrationnels sur longue période. Sur quelles années le marché peut se gourer, mais globalement, pas tellement. Par contre, le marché sur et sous-paie à l'instant t » (AS5). Ce responsable de bureau d'analyse exprime une représentation communément partagée par les différents analystes financiers rencontrés. Il poursuit en mettant en exergue l'accentuation des fluctuations boursières : *« Prenez l'évolution d'Air Liquide et regardez la volatilité aujourd'hui par rapport à ce qu'elle était il y a dix ans, ça n'a plus rien à voir. Pourtant la stratégie est toujours la même, une stratégie de gestion de père de famille. »*

Les analystes rencontrés situent entre six et douze mois l'horizon théorique de leurs analyses. Sur une telle période, les analystes expriment assez spontanément leur appréhension de la volatilité au travers notamment du thème d'entretien relatif au fait de « se tromper ». *« En fait, sur P. et V., à un mois, je dois avoir raison ; à six mois, j'ai tort, je pense ; depuis octobre, j'ai raison ; donc vous voyez, ça change tout le temps »*, illustre concrètement une analyste mid caps confrontée à une évolution quelque peu erratique du cours boursier de la société suivie face à son positionnement (AS17L).

Plusieurs origines sont invoquées pour expliquer cette évolution, comme les caractéristiques de certains marchés ou les comportements conjoncturels ou structurels de certains investisseurs.

La volatilité peut être perçue comme une caractéristique structurelle d'un segment de marché donné. Le manque de liquidité inhérent au marché des mid caps joue ainsi un rôle d'amplificateur des mouvements de hausse ou de baisse. *« Sur les valeurs moyennes, il y a des phénomènes assez typiques, d'affection et de désaffection. Les investisseurs vont rentrer à un moment donné parce qu'il y a une note, parce que ci, parce que ça (...). Vous pouvez avoir une valeur fondamentale qui ne cadre pas avec le momentum boursier. Il y a un décalage entre le moment où il faudrait investir et le moment où effectivement l'investisseur... »*, explique un analyste mid caps (AS11K).

Le contexte boursier peut rendre les investisseurs plus prudents ou plus sensibles aux décalages entre attentes et réalisations, surtout en fin d'année au moment de l'évaluation des gérants. *« Ils (les investisseurs) ne viennent pas alors que des perspectives pourraient faire penser que c'est le moment d'entrer (...). Regardez sur BO aujourd'hui, le titre a perdu 20 % en une journée. La Bourse sanctionne très sévèrement ceux qui ne réalisent pas leurs prévisions ou qui ne font pas ce qu'ils disent (...). Il (le gérant) se dit : " on est au mois d'octobre ou de novembre ; si j'investis aujourd'hui et que la valeur décroche de 20 %, ça va être dans mes performances au 31 décembre de l'année" »*, fait remarquer un analyste, lors d'un entretien fin 2004 (AS11K).

Ce phénomène est également perçu comme une évolution historique. *« Il y a dix ans, une valeur pouvait passer de 10 à 12. Aujourd'hui elle prend 5, 10, 12, 15. Il y a beaucoup plus de volatilité »*, déclare une analyste sectorielle (AS8). Les origines invoquées sont multiples. Sont cependant mentionnées de manière récurrente la modification de la structure des investisseurs ainsi que l'augmentation de la fréquence de publication des sociétés. *« Il y a quinze ans, quand j'ai commencé ce métier, il y avait une forme de synchronisme dans le temps entre l'évolution de la société, de ses résultats et de son cours de Bourse (...). L'action est moins le reflet de ce qu'est la société (...), le marché est beaucoup plus aux mains des hedge funds qui gèrent l'instrument »*, explique le responsable d'un bureau d'analyse (AS5E). Une autre analyste exprime le sentiment partagé vis-à-vis de l'augmentation des fréquences de publication : *« Le problème, c'est que les sociétés publient de plus en plus. Avant, elles publiaient tous les semestres, maintenant elles publient tous les trimestres. »* (AS8).

Face à la « volatilité » perçue des cours boursiers se posent les questions du positionnement de l'analyste, de son horizon de prévisions, de ces objectifs de prévisions, valeur moyenne ou corrigée d'écarts types permettant de suivre l'évolution effective du cours. *« Ça baisse tellement que ça passe en dessous de votre objectif de cours et parfois vous n'avez pas de raison fondamentale à donner pour expliquer l'exagération du marché. Même si vous devez rajuster votre cours, ça n'explique pas que... C'est toute la difficulté de repasser à l'achat sur un simple momentum de fair value alors que le marché joue autre chose et qu'il va continuer à exagérer »*, explique un analyste sectoriel en distinguant ce qui ressort du domaine de l'évaluation, du mécanisme de formation des cours (AS15).

1.2.2. À la recherche des modalités d'intégration de l'information par le marché

L'importance donnée à l'analyse de la formation des cours

À l'approche linéaire, composée d'un processus d'évaluation aboutissant à un « prix cible », dont la comparaison au cours boursier produirait une recommandation, est plutôt opposée une approche composée de plusieurs « segments » de raisonnements itératifs voire interdépendants.

Les descriptions de processus de formation du jugement font plutôt apparaître deux composantes : une première composante relative à l'analyse du secteur et de la société à partir de ses résultats, sa stratégie, et une seconde composante d'analyse de l'évolution du cours, considéré comme l'aspect du métier le plus difficile à acquérir.

Le responsable d'un bureau d'analyse développe ainsi : « Une partie investigation, une deuxième partie modélisation, et troisièmement déduire, non pas des chiffres, mais de l'investigation et de la modélisation, déduire une opinion (...). L'opinion dépasse largement une modélisation simple (...) et intègre des données d'ordre psychologique (...). La recommandation s'appuie sur une première partie pure valorisation et sur une deuxième partie plus liée à des drivers, des catalytes, des thèmes, une approche plus dynamique. La valorisation est statique (...), la deuxième partie est plus dynamique : comment le consensus évolue, comment le sentiment évolue, et là, c'est déterminant. » (AS5E).

Une autre analyste chevronnée présente cette partition de manière plus directe : « Vous avez un suivi d'analyste et vous avez l'autre versant de l'analyse que l'on apprend au fil du temps et parfois un peu durement, qui est l'anticipation des marchés. » (AS12). La principale difficulté du métier d'analyste réside ainsi dans cette difficile réconciliation, conclut un autre analyste sectoriel : « C'est un travail très difficile car il met en harmonie une approche fondamentale assez poussée et une connaissance des informations de marché. » (AS15).

Cette appréhension et cette analyse de l'évolution des cours comprennent plusieurs angles différents, relatifs à « l'interprétation boursière » qui peut être donnée, à une information particulière ainsi qu'au « moment » où le « marché » est susceptible d'intégrer les informations.

L'interprétation de l'information

Le premier aspect porte donc sur la question de l'interprétation et du sens particulier qui peut être donné à une information. Les divergences d'interprétation évoquées sont analysées comme ayant pour origine des comportements particuliers spécifiques au monde financier, une cristallisation sur certains types d'informations, des difficultés de communication.

Les événements peuvent ainsi avoir un sens donné dans « l'économie réelle » qui peut différer du sens qui va leur être accordé sur les marchés financiers.

Une analyste sectorielle senior explique ainsi : « Ce qui est important, c'est la traduction boursière (...). L'exemple que je donne toujours, c'est qu'une faillite est un signal d'achat en Bourse, car, qui dit faillite, dit que ça peut être racheté. Il faut pouvoir être schizophrène. » (AS12). Cet

exemple un peu caricatural illustre ce qu'un autre analyste décrit en termes plus généraux, à savoir l'importance donnée à l'anticipation de changements : « *Vous avez parfois des sociétés qui annoncent des résultats effroyables et le cours monte à toute vitesse. Il arrive un moment où la société commence à dire : "on va restructurer". Le simple fait d'annoncer l'intention fait que le regard du marché va changer sur elle. Le marché va se dire : "tiens, il se passe quelque chose". C'est en général à ce moment-là qu'elle commence à monter.* » (AS7).

Un de ses collègues fournit l'exemple inverse : « *Des sociétés qui ont bien performé, au moment où elles vont publier leur résultat, on va dire : "ah ! on anticipait de très bons résultats, ils les ont publiés, qu'est-ce que l'on attend de plus ? Rien. Donc on vend".* » (AS3). Il est ainsi possible d'aboutir à une situation paradoxale de deux sociétés situées dans le même secteur ainsi rapportée par un analyste du secteur considéré : « *Ce qui s'est passé en début d'année, c'est que les gens disent : "bon, j'en ai une qui a de très bons résultats mais qui ne pourra pas les améliorer ou pas beaucoup (...)"*. Et puis vous avez l'autre, la mauvaise élève de la classe, qui est dans les pâquerettes, mais qui commence à donner des signes d'espoir. Les gens vont arbitrer l'une contre l'autre, vendre la bonne pour acheter la mauvaise en se disant qu'il y a un changement de statut. » (AS7).

L'analyste peut également se retrouver confronté à de grands schémas de raisonnements récurrents, comme l'explique un analyste sectoriel : « *Dans le ciment, quand le cycle repart, dans l'esprit des gens, donc du marché, ce sont les pays émergents qui repartent en premier, donc ce sont les valeurs des pays émergents qui vont performer le mieux, même si, au final, l'analyse fondamentale prouve que, dans ce cycle, c'est L. ou H., son concurrent suisse, qui performera le mieux pour telles et telles raisons.* » (AS6). Une société peut également bénéficier d'une image en décalage avec des indicateurs économiques ou financiers. Un gérant, ancien analyste, se souvient : « *On se trimbale des images et la réalité peut être un peu différentes. Moi, je trouvais que pendant longtemps W. avait une image de belle banque vis-à-vis des financiers. En fait, ce n'est pas le cas dans la réalité. Et j'en ai toujours tenu compte.* » (ASG1)

Il peut se produire également une focalisation sur quelques éléments donnés qui vont donc prendre un sens particulier, eu égard au contexte. « *À partir du moment où vous sentez une décorrélation entre ce que cela vaut et ce que cela cote, quand vous voyez que l'on ne price que des bonnes nouvelles, c'est là où il faut se dire "attention"* » (AS15), explique un analyste sectoriel. Cette focalisation peut avoir lieu dans un sens positif ou négatif. À une question sur la définition du « sens boursier », un analyste sectoriel répond : « *C'est de comprendre aussi sur quels points les gens vont partir. Vous avez deux ou trois zones, deux ou trois points. Et vous savez, c'est comme lorsque les avions décrochent, cela fait "tut-tut-tut". On le sent. Les analystes reviennent sur les mêmes questions.* » (AS19). Un autre analyste sectoriel illustre ce point à partir d'une fusion célèbre : « *Par exemple, A. fusionne avec L. et A. va à quatre... A. vaut quand même quelque chose. Mais le marché s'en f..., excusez-moi, de ce que vaut A. car on ne sait tellement pas, il y a tellement de perceptions par rapport aux risques de ce qu'ils sont en train de faire, que cela peut très mal finir.* » (AS15).

Ce problème de sens peut être amplifié par des phénomènes de communication, explique un des analystes sectoriels précédents : « *Exemple type : un dirigeant qui dit "cette année on va faire x %, entre x % et y % et après, il dit "plutôt y %". Et après, il dit "on ne fera peut-être pas y %". Et ensuite, cela se transforme en "depuis quand vous savez que cela ne va pas être y % ?" et, de manière subliminale, "Depuis quand vous mentez ?".* » (AS19).

L'analyste financier opère donc un travail qui consiste à chercher à comprendre comment les autres analystes et plus largement les autres acteurs vont interpréter des informations données. *« Il faut aller au-delà des résultats de la société. En fait, il faut comprendre ce que les gens vont croire ou pas. Il faut essayer de comprendre comment cela est perçu. À l'extrême, avec un même argument, on peut être à l'achat ou à la vente »*, explique le responsable d'un bureau d'analyse (AS5).

Le timing de l'information et l'analyse des sources de volatilité des cours

Le deuxième aspect a trait au « timing » de l'intégration de l'information. Cette question se décline en plusieurs considérations : la question de l'intégration ou non de l'information considérée, l'élément qui fera que cette information sera prise en compte, ainsi que les préoccupations à court terme du « marché », qui conduisent à mettre l'accent sur certaines informations particulières.

Une analyste sectorielle utilise cet argument pour expliquer le délaissement d'un de ses anciens secteurs de compétence : *« Les choix stratégiques, je les voyais trop vite. Je n'avais pas un bon timing. J'avais raison, mais j'avais raison trop tôt. Ce qui ne sert à rien. Enfin, ce n'est pas operating. (...) On peut avoir raison trop tôt, mais il faut quand même faire attention. Vous ne pouvez pas systématiquement... Vous sentez qu'il y a des timings de secteurs que vous maniez plus ou moins bien... »* (AS12).

La première question que se pose un analyste face à une information est de savoir si elle est déjà intégrée ou non par le marché. *« À quel moment le marché anticipe les résultats et les retournements des sociétés ? (...) Un très beau résultat peut être parfaitement anticipé par le marché et ne rien apporter à la réussite boursière de la société. Donc, si l'analyste considère que trouver le bon BPA, c'est son métier, il sera systématiquement à contresens »*, insiste une analyste sectorielle (AS12). Les propos d'un analyste sectoriel sell-side illustrent ainsi ce jeu infiniment complexe d'interactions entre timing et interprétation de l'information : *« Ce qu'il faut essayer de savoir, c'est ce que le marché sait (...), et puis après, il y a ce que le marché sait, croit savoir et que, vous, vous savez vraiment. Et puis, il y a vous et les autres analystes qui oublient de savoir ou font semblant de savoir. »* (AS15).

L'analyste peut alors chercher à cerner le moment où une information donnera lieu à une prise de conscience officialisée par l'ensemble des autres acteurs. Un analyste sectoriel raconte ainsi : *« Dans mon secteur, les matières premières vont avoir un gros impact en 2005. Pour l'instant, les boîtes nous racontent toutes des c... en disant que pour 2004 il n'y a pas de problèmes et que pour 2005 on ne sait pas encore. Je pense qu'elles le savent. Personne n'a envie de tirer le premier et on vit un peu dans ce parigot où on sait, sans savoir, tout en sachant. Ça va décrocher, on ne saura pas pourquoi, car la veille il ne se sera rien passé et tout le monde va nous demander pourquoi ça baisse. »* (AS5). L'analyste cherche alors à saisir l'événement qui déclenchera l'évolution du cours. *« Il y a les « catalystes », c'est à quel moment, c'est le petit élément qui fait que l'on va se rendre compte de ça. (...) On pense que le titre d'un constructeur va baisser ou monter car il va lancer des modèles qui vont marcher ou pas. On le sait, on le savait hier, on le saura demain. Pourquoi c'est après-demain, quand les immatriculations vont sortir pour le mois prochain, que le marché va se rendre compte de cela... La partie purement événementielle. Vous voyez, on est très loin du DCF »*, constate un analyste sectoriel (AS5).

Enfin, le « marché » pourra avoir tendance à valoriser ou à déconsidérer certaines sociétés, selon certaines périodes ou certaines préoccupations, sources de volatilité des cours.

Une analyste explique cet aspect en mettant en évidence la nécessaire prise en compte du « sentiment », à un moment donné, des marchés financiers : « *Il y a l'aspect macro-économique et l'aspect boursier. (...) Comme vous êtes dans une période où les gérants ne sont pas acheteurs, quelles que soient les valeurs, car ils ont un sentiment négatif sur le marché boursier, on a donc plus de mal à convaincre. Ce n'est pas ça qui influe sur l'opinion mais c'est quelque chose que l'on doit prendre en compte.* » (AS4D). Un ancien analyste intervient, à la fois catégorique et goguenard, en faisant allusion à une période remarquable de la fin des années quatre-vingt-dix : « *L'analyste sell-side est obligé d'être dans le marché. Il ne peut pas dire : "voilà, tout est trop cher, monsieur, je ne vous recommande rien aujourd'hui". Car aujourd'hui, c'est demain, ça peut durer deux ans et le client, il est obligé d'avoir quelque chose en portefeuille (...).* » (ASG1).

Ce sentiment influence le fait de s'engager ou non dans des investissements, ainsi que l'horizon d'investissement. « *Quand un marché est de très bonne humeur, il investit sur quinze ans, quand il est de mauvaise humeur, il investit à deux jours en arrière. Il n'y a rien de plus volatil que l'horizon d'investissement* », répond ainsi un analyste sell-side à une question portant sur les difficultés rencontrées.

Mais plus largement l'attrait pour telle ou telle société peut résulter de « considérations thématiques », comme l'explique une autre analyste sectorielle : « *Il y a toujours un cross entre des considérations micro et des considérations thématiques ou les besoins du marché. Le marché a besoin de trouver toutes les valeurs sensibles à telle donnée. Si le marché est sur les OPA ou la sensibilité dollar sur deux sociétés qui auront des performances comparables, ou même un peu moins bonnes pour l'une, ce peut être celle-là dont le cours réagira le mieux.* » (AS12).

1.2.3. Entre adaptation et confrontation à l'évolution du cours boursier

Cette recherche de compréhension et d'analyse des mécanismes de formation de cours se répercute, s'articule, s'entremêle avec le processus d'évaluation à l'occasion notamment de deux éléments particulièrement saillants, l'analyse de l'information et la détermination de la recommandation. Selon les situations et les contraintes organisationnelles auxquelles l'analyste est soumis, ce dernier est amené à adopter différentes postures.

Lors de l'analyse de l'information

Il se produit un premier phénomène de confrontation pouvant aboutir à des révisions. « *Il y a une interaction en permanence. Imaginons que vous êtes négatif sur une société et qu'elle parte à la hausse de manière significative. Là, vous vous dites : "j'ai probablement raté quelque chose". Ce que l'on fait, c'est que l'on révise nos scénarios en permanence car le marché va nous envoyer des signaux* », explique un jeune analyste (AS13).

De manière plus fine, cette interaction peut se manifester lors de la recherche des modalités d'intégration des informations dans la formation du cours d'une société, explique un analyste sectoriel : « *Voilà la société. Il faut en acheter car ça, c'est pricé, ça, ce n'est pas*

précisé et ça, c'est ça de marge en plus (...). À partir de là vous allez rencontrer des gens qui vont vous dire "attendez, ça, on le sait cet argument-là. Regarde ça". Et puis après, la confrontation de votre jugement par rapport à ce que pense le marché par l'intermédiaire des vendeurs et des gérants qui vont vous renvoyer si ça, c'est des bons arguments ou pas. Et la règle, c'est de dire "le marché, il sait ça, ça et ça" et le sachant, est-ce qu'on est loin du cours ou pas. En permanence, vous êtes capable de dire si ça, le marché le sait ou ne le sait pas (...), et voilà ce que cela peut avoir comme impact». Il se réalise ainsi des mouvements de va-et-vient entre évaluation et analyse de la formation des cours.

Ce travail ne se limite pas cependant à un simple « tri ». Le décryptage de l'origine des mouvements de cours permet de discerner, dans les mouvements de marché, ce qui relève véritablement de l'évolution des fondamentaux, et de prendre ainsi position, comme l'énonce un analyste sectoriel « leader ». *« Le sens boursier, c'est être capable de passer au-dessus d'une information, de savoir ce qui n'est pas important. Le marché pense que c'est important mais ce n'est pas important. »* (AS19). L'analyste opère ainsi une analyse des informations issues du « marché » à l'aune de sa position « fondamentale ».

Lors de la détermination de la recommandation et du « prix cible »

Confronté à la volatilité des cours, l'analyste peut essayer d'en rechercher l'origine et de s'y « adapter » en amont. Cette gestion de l'adaptation s'opère également en « aval » lorsque confronté à un écart trop important entre son cours cible et l'évolution du cours boursier, l'analyste s'interroge sur la recherche d'éventuelles erreurs, l'attachement à ses convictions, le ralliement à la position majoritaire...

Un changement d'horizon temporel s'opère. D'une vision stratégique à moyen terme, l'analyste procède à un raccourcissement d'horizon, à l'aune de quelques mois. À une question portant sur l'articulation entre la vision stratégique d'une société et la recommandation boursière, un jeune analyste répondit : *« C'est toujours une adéquation entre le cours et la stratégie, mais il y a ce que l'on appelle le momentum. Comment cela se passe dans les douze mois à venir qui influence quand même beaucoup. Car, par définition, se projeter dans cinq ans, c'est plus difficile que de se projeter dans un an. Il y a une opinion de base et on va rajouter là-dessus la conjoncture à court terme. »* (IC : – Boursière ?) *« Réelle, entre guillemets, sur le secteur à court terme. »* Après s'être situé, dans un premier temps, au sein de l'économie réelle sur un horizon à court terme, cet analyste poursuit : *« Normalement, c'est indépendant (de l'état du marché boursier), mais c'est lié, en fait. Enfin, l'aspect valorisation va quand même dépendre du marché boursier. »*

Une adaptation en amont

Si l'analyste aborde l'évaluation à l'aune de sa « position fondamentale », il engage, en amont de ses recommandations, un repérage de thèmes qui, à « court terme », introduisent un angle d'analyse particulier des « fondamentaux », comme l'énonce une analyste sectorielle chevronnée : *« C'est une situation spéciale, quelque chose qui vous pousse car le marché a besoin de trouver toutes les valeurs sensibles à telle donnée (...). Il y a toujours un cross quelque part entre des considérations micro, comptables et des considérations thématiques. »* (AS12).

De ce croisement, opéré par confrontation entre une première analyse spécifique de la société et les « thèmes » ou les axes recherchés par le marché, résulte un choix. Une analyste spécialisée dans les mid caps explique ainsi : *« C'est en cela que je vous disais que l'élément boursier est important. Il y a des valeurs sur lesquelles on peut être très confiant à moyen terme*

en se disant qu'il y a vraiment des perspectives stratégiques mais aujourd'hui, pour telles et telles raisons, ce n'est pas l'investissement que l'on recommande, car telle autre valeur, dans un laps de temps déterminé, peut avoir une performance supérieure à cette valeur. » (AS4). Ces propos sont illustrés de manière très concrète par un analyste sectoriel : « Vous aimez bien BMW. Ça gère du cash, superbe marque, très contra-cyclique. Ça vend un tiers de son business aux Etats-Unis et tout le monde est burish sur le dollar. On pense que le dollar va se détériorer. Pousser BMW, ça va être violent. Vous pouvez vous amuser. Fondamentalement, les gens vont dire "il a raison". Mais vous ne gagnerez aucun rond en poussant cela aujourd'hui. » (AS18).

Selon l'appréciation à court terme du marché, certaines sociétés peuvent être plus ou moins mises en avant par l'analyste, procédé qui rappelle, en substance, l'exercice constant de mise en comparaison des différentes valeurs. Les thèmes mentionnés peuvent ainsi être très divers : le degré d'endettement, les offres publiques d'achat, la recherche de dividendes, les réactions à certains événements macro-économiques. Un analyste sectoriel d'environ six ans d'expérience explique son mode d'organisation en relation avec le mode « d'exposition » du secteur qu'il couvre : « Le secteur de construction, c'est un secteur qualifié de less cyclical. Il commence à croître tard dans le cycle et à baisser tard dans le cycle également. C'est pourquoi, après le 11 septembre, la construction a continué à bien s'en tirer et, là, on a fait beaucoup d'événements marketings (...). En phase de redécollage économique, c'est plutôt les valeurs nouvelles technologies, électroniques, que l'on va jouer. Là, on fait un peu moins de bruit, on en profite pour développer des thèmes plus fouillés, comme l'impact du CO₂ sur le secteur. » (AS6).

Ce choix ne s'opère pas forcément de manière aussi évidente. Il met en jeu notamment la force de conviction de l'analyste et sa capacité à apprécier son pouvoir de persuasion, tant au sein de l'organisation que vis-à-vis des clients. Une analyste plus jeune, spécialisée sur les moyennes capitalisations, présente ainsi concrètement son dilemme : « Moi, je suis en train de travailler sur T.. Je trouve que c'est génial, mais mon vendeur français me dit que le marché n'est pas prêt (...). Je pense que je vais aller au-delà. Je lui en ai parlé vendredi et il m'a dit "les gérants trouvent que c'est ci ou ça. Ça va être difficile à faire passer". » (AS17). Un analyste « star » explique en termes plus directs : « Je pars du principe que le marché est efficient. Mon boulot, c'est d'anticiper au-delà de l'efficience. Le marché vous dit quelque chose à l'instant t. Et je dis "je suis d'accord avec cela". Je n'ose pas me mettre en face car je n'ai pas assez de biscuit. Ou alors, je me dis que le marché se plante complètement. Mais là, attention, vous êtes lâché, car si je me mets en face du marché, j'ai intérêt à avoir des arrières et bien mesurer le pour et le contre. » (AS18).

La gestion d'écart persistants entre cours cibles et cours boursiers

Par la suite, l'analyste est confronté au problème récurrent de la gestion de l'écart entre le cours prévisionnel de l'analyste et le cours boursier. « La propre situation de l'analyste face à la variation du cours de Bourse d'un titre, sa propre crédibilité par rapport à la variation », comme l'énonce un analyste sectoriel. Il poursuit : « À douze mois, ça vaut ça, vous pouvez ne jamais bouger, avoir raison dans douze mois et être passé par de telles variations... Et ça, ça n'arrange pas les vendeurs si vous restez sur une « fair value » pendant douze mois. Tout le monde s'en fiche. J'ai eu tort pendant 90 % du temps. » (AS15). Ce problème est illustré par un autre analyste sectoriel, leader sur son secteur : « Votre objectif est de 100. Le cours monte à 120, puis redescend à 80, puis remonte à 110 pour enfin se stabiliser à 100. C'est qui, le bon analyste ? C'est celui qui vous a dit 100 car cela vaut 100 ou c'est celui qui est passé à l'achat quand... Moi j'ai tendance à penser que c'est celui qui vous a dit que cela valait 100. Le vendeur, lui, il préfère... C'est net. » (AS19M). Il

apparaît ainsi des pressions organisationnelles provenant de vendeurs, ayant des objectifs et des horizons temporels souvent différents de ceux des analystes sell-side qui les jugent plus « court-termistes ».

Plus globalement, l'analyste doit se conformer à la politique en la matière de son bureau d'analyse. Cette politique se traduit par l'existence de règles tant statiques, sur un écart maximum entre le cours cible et le cours boursier à « l'instant t » que dynamiques, sur la durée pendant laquelle cet écart peut être maintenu. Ces règles procèdent d'un double statut, relevant à la fois de contraintes déontologiques (« compliance ») et de la « politique maison ».

L'écart entre le cours cible de l'analyste et l'évolution du cours de Bourse peut être jugé en tant que tel. Un analyste, qualifié sur son secteur d'analyste « star », précise : « *Si vous avez un écart très fort, en général c'est vu, par nos managements en interne dans les banques, comme suspect. Les banques les plus normalisées sont les banques anglo-saxonnes ; regardez les objectifs de cours, ce sont toujours des cours +15 %, vendeur, c'est cours de Bourse – 10 %.* » (AS19). Dans un contexte de volatilité des cours, ces règles, répondant à des contraintes déontologiques, créent pour les analystes financiers une sorte « d'injonction paradoxale ». Un analyste « star » d'une grande société de courtage aborde ainsi spontanément ce thème au début de l'entretien de manière relativement « enlevée » : « *Dans les grandes maisons, les règles de compliance sont 50 fois plus em... » (IC : – les règles de compliance ?) « La définition du target price. On a des corridors qui sont très étroits, dans une fourchette de 10 %. Et comme on ne peut pas changer de recommandations tous les 36 du mois dans des secteurs qui sont plus ou moins volatiles, ça peut poser des problèmes. Un exemple : on avait V., un target price à 32, on était neutre. Il y a eu un peu de spéculation négative proche des résultats du second trimestre et le cours est descendu à 25 euros (...). Il fallait que je réduise mon target price pour rester à neutre, à moins que je passe négatif, mais il fallait que je coupe plus encore et passer négatif après une baisse, c'est idiot, et passer positif, je ne pouvais absolument pas. Donc il a fallu expliquer comment, en l'espace de trois mois, on pouvait passer d'un target price de 32 à 26,5 ou 27 alors que rien n'avait fondamentalement changé dans la boutique et que je ne changeais pas mes prévisions de résultats (...). Et ils refusent vos publications si vous ne rentrez pas dans la règle. Les changements de target price ne peuvent être que la conséquence d'une obligation légale à l'intérieur d'une maison et cela ne veut rien dire de plus. » (AS18).*

Par ailleurs, le temps pendant lequel l'analyste pourra se permettre de maintenir un écart important entre sa position et l'évolution du cours boursier varie selon la « politique » du bureau d'analyse. Un analyste réputé au sein de son secteur explique ainsi : « *J'essaie d'avoir des cours très différents, mais si ça ne marche pas au bout d'un moment on vient me dire : "t'es gentil, mais ce n'est pas sérieux, il faut que tu t'adaptes" (...). Il y a un degré de souffrance à l'erreur qui est différent selon les maisons. Si vous avez tort, si vous dites, "c'est à l'achat" et que le titre baisse, il y a des maisons où on va vous le permettre six mois, d'autres, douze mois, d'autres où on dira : "il s'est planté, mais il est bon sur autre chose". Et il y a des maisons où on change la reco. On met tout sur le tapis. » (AS19M).*

Toute la difficulté pour un analyste consiste à savoir apprécier et comprendre les écarts entre sa position et l'évolution des cours boursiers, les raisons de la persistance de l'éventuel écart, et le moment opportun où il faudra considérer que « le marché a raison », dimension normative maintes fois soulignée. Implicitement, le poids de la majorité l'emporte. À une question sur les erreurs à éviter, un analyste sell-side ancien dans le

métier répond spontanément : *« Il y a une énorme erreur à éviter : penser que l'on a raison et que le marché a tort. C'est le péché originel de beaucoup de jeunes analystes. (...) Il faut avoir suffisamment d'humilité pour se dire que l'on s'est trompé car le marché voit les choses autrement. Pourquoi le marché voit les choses autrement ? Il faut sans cesse se remettre en question. »* (AS2).

« Price target » ou « fair value »

La prise en compte des « problématiques de marché » conduit à soulever la question de la conception de l'évaluation, abordée de manière récurrente par différents analystes : *« C'est la différence entre le prix et la valeur. Le prix d'un article n'est pas forcément sa valeur, ce n'est pas votre valeur. L'idée, ce serait de se corrélér par rapport à une fair value, mais après ? »*, s'interroge, perplexe, un analyste sectoriel. Les propos de ce responsable de bureau tranchent en faveur d'une conception qu'il considère comme imposée aux analystes financiers : *« Les analystes ne sont plus là seulement pour donner une « fair value » mais aussi un « price target ». Il y a une différence entre une valeur théorique dans une tour d'ivoire et un objectif de cours à l'instant t, qui prend plus en compte une donnée temps. On peut très bien considérer qu'une valeur vaut 50, aujourd'hui elle vaut 40, mais qu'elle va passer par 35 avant d'aller à 60. Car il y a un certain nombre de mauvaises nouvelles qui ne sont pas intégrées, qui sont sous-estimées, qui vont d'abord la faire baisser, même si, fondamentalement, je pense qu'elle peut valoir 50. Peut-être qu'une fois les mauvaises nouvelles éliminées, on passera par 50, on se stabilisera à 60 avant de redescendre. »* (AS5E). Le marquage d'une césure distinguant deux formes de raisonnement, l'un fondamental, l'autre boursier a été évoqué pour aboutir à l'éventuelle solution exposée par un analyste en ces termes : *« J'ai fait partie d'un groupe de travail sur les systèmes de recommandation. On a ajouté un autre critère : la recommandation fondamentale. On pourra être positif en fondamental sur une société, car elle a des qualités, et être moins agressif au niveau boursier, car on pense que le moment n'est pas venu. »* (AS13).

Typologie des différentes postures

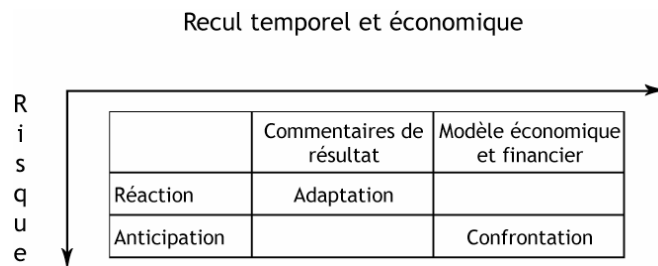
Plus largement, deux grandes postures d'analystes sont mises en avant, bordant un long continuum, articulant différentes considérations. Les critères départageant les pratiques sont illustrés et résumés avec plus de vigueur lors de comparaisons réalisées avec les pratiques outre-Atlantique, qu'au sein de l'Hexagone.

Le premier critère est fondé sur le degré de prise de recul temporelle et économique. *« Quand vous regardez les marchés les plus évolués, c'est-à-dire les marchés américains, les sell-side, honnêtement, c'est un peu des ânes. Ils sont là pour faire des chiffres. On attendait Q1, c'est sorti à Q1. Mais la vraie réflexion sur les modèles des sociétés, c'est plutôt chez les buy-side »,* explique un analyste sectoriel d'une grande société de courtage (AS19). Cette opinion est fortement partagée par différents collègues *« Les Anglo-Saxons sont plus portés sur les chiffres. Ils sont très court terme (...). Sur certains de leurs rapports, vous allez vraiment vous ennuyer.(...) Les analystes comparent vraiment les résultats du premier semestre, du deuxième, du troisième et " qu'est-ce que ça va faire au quatrième... ? ". Nous, bon, on en était au semestriel... »*, raconte un analyste à propos de son expérience anglo-saxonne (AS9). Une analyste sell-side spécialisée sur les moyennes capitalisations confirme : *« Les Anglo-Saxons, ils veulent nos prévisions. Ils demandent nos grilles. Mais seulement nos chiffres, sans les commentaires. Je pense que c'est à cause de leur gestion industrielle avec filtre. »* (AS20).

Un second critère est ensuite énoncé, lié au précédent, ayant trait au degré de « risque » pris par l'analyste, selon que ce dernier « accompagne » l'évolution du titre ou l'anticipe. « *Il y a des moutons de Panurge. La société fait de très bons chiffres, meilleurs que prévus, le cours monte, derrière ils vont passer positifs une fois l'histoire connue et le jour où il y a un profit warning, ils passent neutre ou négatif, et ils surfent sur la vague, jusqu'au jour où le patron de la boutique va dire "dégagez, et je prends un autre à la place"* », exprime sans ambages un analyste réputé dans son secteur (AS18), sous-tendant néanmoins le caractère peu durable de ces pratiques. Un de ses confrères affirme, un peu plus cynique : « *Le but de notre métier, c'est justement d'avoir des écarts (entre l'objectif de cours et le cours réel). Mais vous pouvez faire une très bonne carrière en suivant le consensus, en achetant ce qui est bien.* » (AS19).

À partir de ces représentations, des postures de formation du jugement peuvent ainsi être caractérisées, conjuguant la position d'adaptation ou de confrontation au marché avec le type d'analyse opéré.

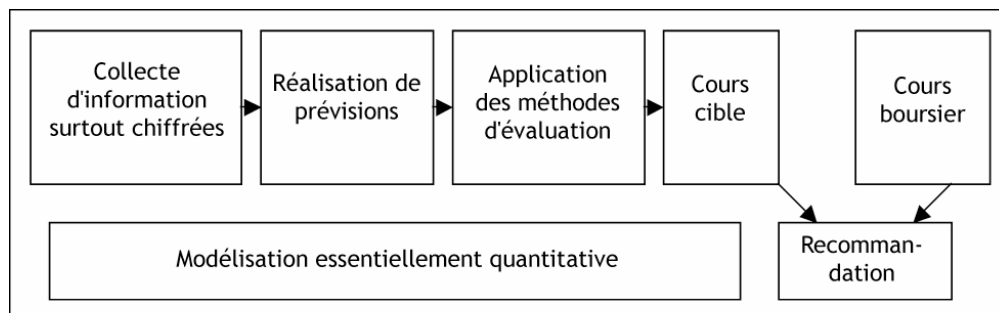
Figure 19 – Postures de formation du jugement des analystes financiers sell-side



Les développements précédents mettent en exergue l'une des principales difficultés du métier d'analyste financier, l'appréhension en dynamique des cours boursiers.

La recommandation est souvent présentée comme résultant d'une comparaison, implicitement statique, entre le cours cible déterminé par l'analyste et le cours boursier. Le cours boursier est ainsi « simplement » observé. Il s'impose à l'analyste financier dans le sens où celui-ci, tourné vers l'économie réelle, n'a pas vocation à analyser sa formation. La recommandation découle de l'écart relatif observé entre le cours cible et le cours boursier en application des règles posées par les différents bureaux de courtage.

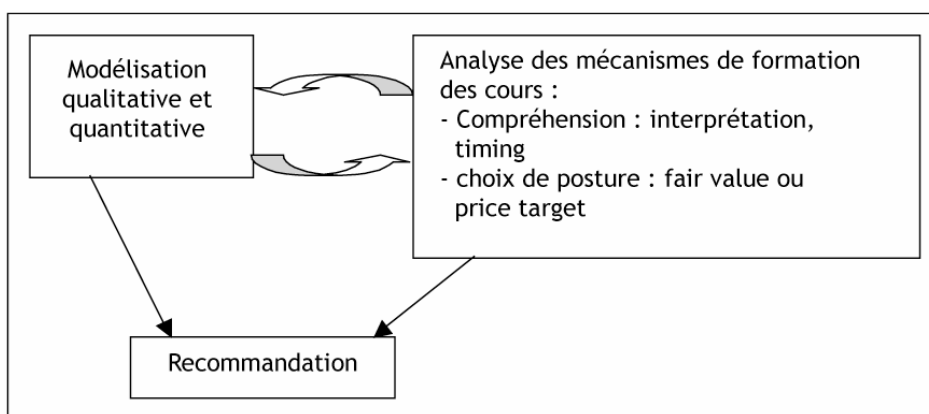
Figure 20 – Rappel : un processus statique de formation du jugement (cf. Partie 1, chapitre 1)



À cette conception « statique » s’oppose une approche intégrant une conception « dynamique » de l’analyste des cours boursiers. L’analyste financier doit également analyser les modalités d’intégration des informations par le marché, selon le sens qui leur sera donné et le moment où elles ont été ou seront intégrées.

L’analyste effectue cette analyse en amont de ses recommandations. Mais il se doit également de gérer la persistance d’un écart entre ses positions et les évolutions des cours boursiers. La difficulté de l’exercice est en effet accentuée par la perception d’une plus forte volatilité des cours.

Figure 21 – Un processus dynamique de formation du jugement



Cette recherche d’appréhension de la formation des cours boursiers, non reconnue (ou développée), à notre connaissance, par la littérature académique, est également source d’avis divergents entre les professionnels du marché. Si une partition est communément réalisée entre l’analyste financier sell-side, puisant ses informations dans l’économie réelle, et les gérants apportant leur connaissance du marché, en pratique, ces champs d’analyse font ainsi l’objet de recouvrement (cf. la fin du chapitre).

Ces développements soulignent cette impérieuse nécessité, pour un analyste financier sell-side, d’être informé, de savoir analyser et de savoir « composer » avec « le marché » et conduisent à la proposition de recherche suivante :

P6 : La formation du jugement des analystes financiers sell-side prend en compte les modalités d’intégration des informations par le marché financier.

2. À la recherche de dispositifs d'appréhension « du marché »

L'appréhension du marché se révèle indispensable dans le processus de formation du jugement de l'analyste. L'étude d'une réussite et d'un échec d'émergence de nouvelles interprétations met en évidence l'importance de la constitution d'audiences. Si le marché apparaît en soi comme une réalité relativement impalpable, les analystes soulignent l'importance des relations clients comme modalités d'appréhension. En raison de l'existence de modes de gestion très hétérogènes, y compris pour un même investisseur, les attentes des investisseurs vis-à-vis des analystes financiers se révèlent fort différentes. Le développement d'une proximité permet l'ajustement la formation du jugement.

2.1. L'importance de la constitution d'audiences lors de l'émergence de nouvelles interprétations

Certains chercheurs mettent en avant la capacité des analystes à construire les grilles d'interprétation. Fogarty et Rogers (2005) semblent faire plutôt référence à leur influence, dans leur ensemble, rejoignant en cela l'analyse de Greenwood et *alii* (2000) sur le rôle des professions. Garud et Beunza (2005), dans la recherche qu'ils ont conduite sur l'étude de la valorisation de sociétés Internet, insistent plus particulièrement sur le rôle de l'analyste devenu star. Une articulation est ainsi réalisée entre l'émergence de nouvelles interprétations, pouvant s'analyser comme un processus d'institutionnalisation et l'obtention d'un certain statut pour l'analyste.

Au cours des entretiens réalisés, deux des analystes rencontrés ont spontanément raconté, de manière étayée, les souvenirs d'une analyse marquante, à titre de succès ou d'échec. La comparaison effectuée de ses deux récits met en évidence des déterminants communs, dont on peut penser que leur présence peut participer à la réussite de l'analyste et que leur absence est susceptible d'être un facteur d'échec. Ces déterminants se retrouvent dans d'autres récits, moins construits cependant que ceux présentés.

Le premier analyste (A), de cinq ans d'expérience, appartient à une société de courtage de taille moyenne, plutôt ciblée sur les mid caps. L'histoire de son échec est racontée à titre d'illustration de la nécessaire démarcation des analystes appartenant à de « petites sociétés ». Son récit porte sur l'analyse d'une société mid caps à l'histoire boursière mouvementée ayant abouti à un retrait de la cote.

Le second (B), devenu depuis gérant, est un ancien analyste d'une société de courtage filiale d'une grande banque française qui connut, au titre de cette « innovation », ses heures de gloire¹⁵⁰. Son récit fait suite à une question portant sur les clés de réussite dans le métier et raconte la mise en évidence de difficultés méconnues au sein du système

¹⁵⁰ Actuellement connu et reconnu par différents analystes et gérants, défenseurs d'actionnaires minoritaires...

bancaire au moment de la crise de 1997. Il avait alors dix ans d’ancienneté dans le métier.

Les deux cas débutent à des moments charnières de la vie de la société ou du secteur couvert, anticipant des retournements.

Étude comparative de processus de prise de position des analystes sell-side
Tableau 21– Survenance d’un événement ou d’une situation charnière

Analyste A	Analyste B
« <i>Il y a eu un incendie. Tout le monde disait : " ils ont perçu des indemnités d'assurance donc ils vont être remboursés pour les pertes causées par l'incendie ". (...) Sauf que, ce que le marché n'avait pas vu, c'est qu'il fallait reconstruire (...) et qu'ils ne vont pas retrouver leur niveau d'activité. »</i>	« <i>C'était en 1997, c'était clair, tout allait mal. Dès l'été, les marchés locaux avaient fortement baissé. Il y avait des questions sur l'endettement, et moi, j'avais commencé à regarder.</i>

L’analyste enclenche un travail de « solitaire », un peu à contre-courant, à partir de données fondamentales. L’analyste B insistera par la suite sur l’importance, non pas de recueillir la bonne information, mais sur la capacité à mobiliser des informations non utilisées et à les articuler entre elles.

Tableau 22 – Approfondissement d’un axe particulier

Analyste A	Analyste B
« <i>Vous sentez qu'il y a un truc qui ne va pas. Vous devenez vigilant. Je me suis rendu compte que toutes les valeurs, ils les avaient investies dans un fonds mid caps, massivement investi dans des actions B. (donc, des actions propres) et des sociétés sur lesquels j'étais négatif. Et ils ont fait des rachats massifs d'autocontrôle.</i>	« <i>J'ai commencé à regarder, j'étais obsédé par mon sujet. À l'époque, on n'avait aucune statistique sur l'exposition des banques en Asie, mais la banque des règlements internationaux donnait des statistiques pour chacun des pays. Il fallait les connaître et moi en tant que vieil analyste bancaire.(...) Le problème, c'est que l'on avait l'endettement tout seul (...) mais on ne savait pas qui. En parlant à des gens sur place, j'ai découvert l'existence des crédits syndiqués. Comme ce sont des gros prêts, il y a des ratings, et des bases de données que les banques remplissent bien volontiers. (...) On en a épluché 1000 et on a recomposé, on a fait comme un sondage. »</i>

L’élément distinguant les deux récits se situe dans la manière dont l’analyste va conforter sa position par l’intermédiaire d’échanges, de retours assurant une validation extérieure sur les paramètres retenus à titre fondamental ou sur les mécanismes de marché. L’organisation d’appartenance offre, de fait, des potentialités différentes, qu’il faut néanmoins être en mesure de mobiliser.

Tableau 23 – L'importance de « l'introduction »

Analyste A	Analyste B
« Pendant un an, j'ai eu tort. Les vendeurs me disaient " tu nous e... avec B." Les gérants : " écoutez, vous touchez une valeur incontournable, hyper saine." (...). Un jour, le management nous a dit d'y aller un peu plus cool. Là, on est passé à alléger, prise de bénéfice. (...) Ensuite, j'ai sorti une étude à 40 euros car j'estimais que la société n'avait plus à être cotée. Et c'était pendant l'été, une vendeuse m'a rappelé pendant les vacances en me disant " tu ne penses pas qu'il serait temps de revenir ? " Je lui ai dit " mais non, cette année, il risque d'y avoir un profit warning." ».	« Vous checkez. Et dans ce cas, il faut pouvoir être bien introduit. Une des manières d'avoir des gens de confiance, c'est d'avoir des gens non cotés. Un des trucs du métier. Donc j'ai checké par rapport à Z. qui avait des certificats d'investissement (...). J'ai fait la même chose en interne, ça m'a permis de voir mes erreurs et après, j'ai publié (...). On a été les premiers à publier sur l'exposition des banques européennes.»

La manière dont l'analyste va arriver à nouer des contacts, au sein d'un cercle plus ou moins large autour de lui, apparaît comme un facteur fondamental. L'analyste doit ainsi pouvoir disposer d'une « arène » ou d'une « audience » susceptible de l'écouter mais également prête à apporter un éventuel « soutien ».

Tableau 24 – Dénouement

Analyste A	Analyste B
« Et je n'ai pas pu changer de position. Ils sont sortis de la cote à 55. Et quand je faisais mes présentations aux gérants, ils étaient intéressés mais aucun ne m'a dit " , vous ne le voyez pas, car vous êtes jeune, mais ils vont sortir de la cote ". J'ai gardé mes slide-show où je disais " B. n'a plus rien à faire en Bourse." »	« Des trucs comme cela, on n'en fait pas dix dans sa carrière. Mais ça suffit pour que les gens se souviennent de vous. Couverture médiatique extraordinaire, le FT, le Wall Street... (...). Un analyste, ce qu'il doit faire, c'est créer un cercle vertueux autour de lui. C'est comme pour les journalistes. S'il n'est pas supposé être influent, les gens ne vont pas lui parler .»

La situation des analystes financiers peut être rapprochée de la question des influences sociales exercées par les minorités au sein d'un groupe. Au travers de cette notion, Moscovici¹⁵¹, s'opposant au paradigme fonctionnaliste, postule que tout individu est à la fois objet et également source d'influences. Ces travaux, étudiés au travers des ouvrages de Drozda-Senkowska (2005) et Laurens (2000), ont ainsi porté sur la manière et les conditions d'émergence des influences minoritaires pouvant être exercées par tout membre d'un groupe, indépendamment de son statut.

La transposition aux cas précédents des travaux de Moscovici met en évidence les deux éléments primordiaux dans l'émergence d'influences minoritaires : leur « consistance » et leur adhésion préalable aux valeurs du groupe. Un analyste financier souhaitant impulser une analyse novatrice doit donner l'impression d'être volontaire et confiant tout en veillant à éviter tout dogmatisme. Ces assertions doivent donc être suffisamment étayées sur le fond. Mais un analyste a d'autant plus de chance de pouvoir innover qu'il aura été

¹⁵¹ Moscovici (S.), « Innovation and minority influence » in S. Moscovici, G. Mugny, E. Van Avermaet (eds), *Perspective on Minority Influence*, Cambridge, Cambridge University Press, 1985.

accepté par son milieu auquel il devra se confronter. L'importance des relations tissées avec les autres acteurs apparaît donc essentielle. L'analyste B conclut d'ailleurs en des termes mettant en évidence tout le processus sous-tendu par l'innovation : « *Un bon analyste sera quelqu'un qui saura entraîner l'adhésion des troupes. Changer de recommandation, c'est quelque chose de difficile car il faut convaincre la force de vente. Avant, on disait des choses méchantes, maintenant, on dit des choses gentilles. Ça change l'habitude des gens. Quand il y a une grosse force de vente, aux Etats-Unis, en Asie, c'est un processus long et les clients, eux, n'aiment pas que vous changiez d'avis. Ils s'habituent à ce que vous dites. Ils aiment les points fixes.* »

L'accès au « marché » apparaît donc comme une condition sine qua non pour l'analyste financier, tant pour comprendre certains mécanismes d'interprétation et de raisonnement, que pour pouvoir prendre des positions quelque peu singulières.

2.2. La voie privilégiée des « relations » avec les clients

Très polysémique, le terme de « marché » recouvre des acceptions très différentes selon les analystes financiers. Si les cours boursiers en sont une production tangible, le marché n'apparaît jamais comme une représentation stable, limpide et délimitée, à l'instar des résultats de la recherche à visée anthropologique, menée par Ortiz (2006) sur la « valeur financière ».

Ancrée dans des approches théoriques différentes, les définitions du marché données par Ortiz (2006) ou Montagne (1999) insistent sur l'idée d'une construction en continu par interactions. Ortiz (2006 p.2) insiste sur le caractère quotidien et situé en précisant que « loin d'être un moment de vérité d'une rationalité transcendante, le marché résulte d'activités organisationnelles et personnelles ». Montagne (1999 p.59) privilégie une approche en termes de « structure d'interdépendances », au sein de laquelle les différents acteurs ont des poids différents et évolutifs, « qui définit en continu la valeur de l'entreprise ».

Ces approches se retrouvent dans les représentations émanant des analystes. Les clients apparaissent, sans conteste, comme la principale modalité d'accès ou porte d'entrée de ce monde aux contours flous.

2.2.1. Un « marché » diversement appréhendé

L'abord du marché relève de perceptions multiples. Un premier type de conception relève d'une approche à dominante économique, une confrontation de l'offre et de la demande, dont un analyste souligne le caractère hétérogène : « *Le marché, c'est les investisseurs ; c'est clair qu'il y a plein de typologies d'investisseurs, de comportements différents, ne serait-ce qu'au plan culturel, entre la nationalité des investisseurs.* » (AS5E).

Dans une acception de nature plus socio-économique, le marché englobe les clients et leurs prescripteurs. Un analyste met particulièrement l'accent sur le mode de diffusion des informations : « *Le marché, c'est la somme de toutes les opinions de tous les gens qui parlent au téléphone, des vendeurs, des clients, des analystes ; il y a une opinion dominante qui se forme et se*

déforme au cours du temps. » (AS2B). Un autre analyste insiste sur le phénomène d'interaction : *« Ce n'est pas la main invisible. C'est une confrontation quotidienne aux flux de nouvelles, aux interactions interpersonnelles. L'analyste se place par rapport à ce fameux marché que je n'arrive pas à définir, il se doit de raisonner dans la tête du gérant qui le lit, qui l'entend. »* (AS14).

Une seconde conception met plus en évidence une diversité d'acteurs retenus selon leur pouvoir sur l'évolution du cours de Bourse. Selon le type de valeur, les circonstances, le marché pourra être représenté par les gérants, les directions, les analystes : *« Le marché, c'est celui qui fait le marché. Ça peut être le gérant. Il y a deux ans, la F. de l'E. a acheté 5 % de T., le titre a fait fois 5. Aucun analyste n'a su apprécier le potentiel de cette société. C'est eux qui ont fait le marché. Ensuite, derrière, c'est la société, par ses bons résultats, qui a fait le marché, qui a créé une tendance »*, développe ainsi un analyste mid caps (AS10J). En réponse à cette question, une analyste d'une petite maison répond directement : *« Allez interviewer des maisons comme Merrill Lynch ; c'est les grosses maisons aujourd'hui qui font le marché. Ils ont un pouvoir vraiment important. Ils ont le poids. Tous les clients sont chez Merrill Lynch. »* (AS8H).

Il est intéressant de souligner que, quel que soit l'acteur interrogé (analyste ou gérant), aucun d'entre eux ne s'est inclus dans « le marché ». Le « marché », c'est donc d'abord « les autres ». Plus précisément, le marché est « incarné » tour à tour par différents acteurs spécifiques, qui constituent ainsi les maillons d'une chaîne ou les nœuds d'un réseau extensible à l'infini, comme essaie de le décrire un analyste sell-side d'une maison anglo-saxonne : *« Quand on dit “ le marché attend ”, c'est les buy-side, en fait. Ou alors, c'est tout simplement les vendeurs, qui nous disent très synthétiquement “ à l'heure actuelle, le marché, les clients, veulent jouer les sociétés avec les dividendes ”. »* (AS6).

Il s'établit d'ailleurs une hiérarchie, notamment salariale, fondée sur la « proximité au marché » entre analystes, vendeurs et gérants, couronnée par les traders (Godechot 2001). *« De toute façon, les bons analystes, ce sont ceux qui sont devenus gérants »*, déclare une représentante d'actionnaires minoritaires.

La connaissance du marché provient des relations, formelles et informelles, que l'analyste a pu tisser avec les différents acteurs, vendeurs, gérants voire directions. Si le recours au consensus des analystes, voire à l'analyse technique constitue des outils d'approche conjoncturels, seules les relations permettent d'établir un ancrage structurel. Souvent considérée comme l'aspect le plus difficile du métier, la connaissance du marché représente une compétence centrale, qui s'acquiert avec l'expérience et par les contacts que l'analyste aura su développer.

Selon l'analyste, son ancienneté, sa stature, les sociétés couvertes, ce réseau sera plus ou moins déployé. Comme développé dans le chapitre précédent, ce déploiement correspond cependant également à des modifications organisationnelles et plus largement à une évolution dans le fonctionnement du « champ organisationnel ».

2.2.2. Une hiérarchisation des modalités d'accès au marché

L'analyste dispose de plusieurs outils d'appréhension du marché, présentés par ordre croissant d'importance. Il peut recourir à l'analyse chartiste, malgré le caractère tabou de cette utilisation, ou consulter le consensus des analystes. Il peut également s'appuyer sur des échanges, voire des relations, avec ses confrères ainsi qu'avec les vendeurs. Mais le moyen privilégié apparaît sans conteste être les relations établies avec les clients.

Un recours ponctuel à l'analyse technique

L'analyse technique peut être ponctuellement utilisée à des moments jugés clés, concède un analyste mid caps après la fin « officielle » de l'entretien. « (Elle est utilisée) *en complément de l'analyse fondamentale. Les rebonds par rapport aux moyennes mobiles peuvent avoir un sens, ou l'accumulation de volumes avant la sortie des résultats, du fait des préviens et qui peuvent donner des orientations.* » (AS7). Ces évolutions permettent d'obtenir une première approche des informations prises en compte ou de l'appréciation portée par « le marché ». En réponse à une question portant sur « l'intégration ou non » par le marché d'informations, un analyste répondit : « *On regarde les graphiques. Si un titre a beaucoup baissé avant une nouvelle. Soit la nouvelle a fui, soit les investisseurs, beaucoup plus clairvoyants que les analystes jeunes et expérimentés, ont vendu leurs titres avant la nouvelle.* » (AS9).

L'analyse technique est perçue comme un outil complémentaire à ceux de l'analyse fondamentale, permettant de cerner, à très court terme, l'évolution des cours et de répondre à certaines questions posées par les clients. Un relativement jeune analyste explique : « *Les analystes financiers n'aiment pas trop. Disons que je ne me base jamais sur des analyses techniques, c'est toujours l'analyse fondamentale, et ensuite je regarde éventuellement si graphiquement, il peut y avoir une résistance ou un soutien. Je vois vraiment cela comme une approche psychologique et un indicateur de ce que pense le marché. Lorsque j'ai un client qui me dit "à 79, est-ce que je peux encore acheter du L ? ", je peux lui faire passer le message en disant "je pense que cela va monter jusqu'à 90. Sache qu'à 80 ça va un peu tanguer, et qu'après, ça va repartir.* » (AS6)

Cette analyse conforte celle d'Arnold et Moizer (1984) qui avait mis en évidence un recours effectif, bien que tabou, à l'analyse technique, utilisée à titre complémentaire pour fonder une recommandation de court terme.

Les relations ambiguës entre analystes

Comme évoqué dans le chapitre précédent, le consensus des analystes représente en soi, pour ces derniers, une source d'informations importantes sur les sociétés ainsi que sur les réactions des autres acteurs du marché. Mais les analystes qui couvrent des sociétés similaires, qu'il s'agisse de grosses ou de plus petites capitalisations forment souvent une « petite communauté ». « *Très souvent, on se connaît bien* », dira l'un d'eux.

Les relations entre analystes ne sont cependant pas exemptes d'ambiguïtés, mêlant compréhension, concurrence ou relative proximité. « *Les rapports entre analystes sont très particuliers. C'est le rapport de gens qui subissent des contraintes très fortes. Ils savent ce que subit l'autre et en même temps, vous êtes concurrents avec eux (...). Il y a aussi des liens d'amitiés. J'ai deux*

ou trois collègues, ça ne me gêne pas de les appeler, on communique très facilement », assure un analyste qui a une douzaine d'années d'expérience dans le métier (AS7).

Plusieurs analystes anciens dans le métier ont spontanément souligné la perception d'une dégradation dans les rapports entre confrères, que l'un d'entre eux résume en ces termes : *« Il y a une époque où les gens discutaient entre eux pour échanger des informations. J'en connais encore quelques-uns, mais c'est très franco-français comme approche. Car le reste, c'est la jungle. »* (AS18). D'autres font allusion, avec une certaine nostalgie, au rôle que la SFAF a pu jouer, en son temps, comme vecteur de rassemblement. *« Les groupes sectoriels fonctionnaient bien, les analystes n'hésitaient pas à livrer leur recherche, leur questionnement. Maintenant, chacun est dans son coin. Cette dimension communautaire a été perdue. C'était une espèce de mutualisation d'expérience »*, regrette cet analyste mid caps, ancien dans le métier (AS11). Sur cette évolution, la responsable d'un bureau d'analyse apporte quelques éléments d'explication : *« Cette association est confrontée, je pense, à une concurrence d'associations anglo-saxonnes et d'autre part, elle regroupe des gens qui sont dans une concurrence acharnée, c'est assez difficile de regrouper des gens concurrents. »* (AS4)

Les liens directs entre analystes demeurent donc très ciblés. *« Parfois, des analystes téléphonent à d'autres analystes. En général, on ne le fait pas. Mais on se voit aux réunions d'analystes et parfois on parle à la sortie. On arrive à savoir ce que pensent les uns ou les autres »*, déclare un analyste plus jeune (AS13). Les échanges ont généralement lieu plutôt dans des lieux ou à des occasions « privilégiées », lors de certaines rencontres avec les clients ou de réunions organisées par la SFAF. Ces échanges se réalisent alors de manière directe et/ou indirecte, au travers de la simple observation de réactions de confrères. *« Parfois, ils posent des questions et là, je me dis “ zut, je ne me l'étais pas posée cette question, elle est pas mal ”. Oui, ça vous apporte, car vous sentez le marché »*, concède un analyste en souriant (AS7).

L'importance informationnelle des liens, directs ou indirects, établis avec les clients

L'accès aux clients pour l'analyste sell-side s'effectue en premier lieu par l'intermédiaire du vendeur, qui diffuse le message de l'analyste et peut alors inciter les clients à entrer en contact avec ce dernier. Par ailleurs, en vertu des systèmes relationnels mis en place entre les sociétés de courtage et les sociétés de gestion, la relation avec le gérant est plutôt établie par le vendeur, alors que l'analyste sell-side est plutôt en relation avec l'analyste buy-side. Au fur et à mesure que l'analyste acquiert de l'ancienneté et de la notoriété, sa relation avec les clients s'établit de manière plus directe.

La relation avec le vendeur apparaît, a minima, essentielle. En réponse aux attentes formulées à l'encontre des vendeurs, un analyste sectoriel souligne le rôle d'intermédiaires des vendeurs, au sens où ils diffusent l'information mais opèrent également des remontées : *« On attend d'eux de bien répercuter nos idées (...), mais ce que l'on souhaite aussi, c'est un feed-back sur ce que pense le marché. Car leurs interlocuteurs ce sont les gérants qui sont en contact avec le marché. Avec cette interaction analystes-vendeurs, on a la possibilité de savoir ce que pense le marché. »* (AS3).

Le vendeur a un rôle de « démultiplication » du discours de l'analyste. Mais il permet également à l'analyste de disposer de remontées d'informations de la part du marché. *« Le vendeur c'est l'oreille du marché »*, résume un analyste sectoriel (AS15). Le vendeur

informe également l'analyste sur les analyses développées par d'autres acteurs et opère un retour sur les analyses diffusées, comme le développe une analyste mid caps d'une grande maison : *« Avec le vendeur, la relation est très proche (...). Il est tout le temps dans notre bureau à nous donner les feed-backs de ce qu'ont pensé les gérants sur ce que l'on a écrit la veille (...), pourquoi ils trouvent que l'on s'est trompé. Le vendeur, c'est vraiment un relais d'informations. »* (AS17F).

Cette proximité relationnelle entre l'analyste et les vendeurs, considérée comme fondamentale, se fonde sur des échanges réciproques de services, explique un analyste réputé. *« Vous avez des vendeurs anglais devant qui vous êtes au garde-à-vous. Ils veulent quelque chose, vous leur donnez tout de suite. Ils savent qu'ils peuvent compter sur vous, donc ils vous alimentent également. »* (AS18). Faisant allusion à l'évolution éventuelle de la législation française, une analyste sectorielle au sein d'une grande maison de courtage insiste encore plus clairement sur l'importance de cette relation : *« La question, c'est de savoir si on aura des bureaux déconnectés de la vente à l'instar des Etats-Unis, où le vendeur n'a plus le droit de vous adresser la parole. Ce n'est plus vraiment le même métier. Et là, j'irai faire autre chose (...) Car un feed-back des marchés, c'est quand même être sur les marchés. »* (AS12).

L'accès au gérant apparaît tout aussi important à plusieurs titres. Il permet de saisir la manière dont le marché perçoit la vision, l'argumentaire de l'analyste. Au-delà de la remontée d'informations du marché, que peut opérer le vendeur, ces échanges permettent à l'analyste d'opérer un travail de confrontation de ses propres idées. Il peut également apporter à l'analyste les idées et visions de ses confrères. Des analystes sectoriels chevronnés n'hésitent pas non plus à souligner *« Il y a des petits (gérants) qui sont très intelligents et là vous apprenez autant à discuter avec eux que de vendre vos idées en tant que telles. »* (AS18S).

Le gérant peut également disposer d'informations données plus volontiers par la direction et donc constituer en soi une source d'information sur les sociétés comme l'indique une analyste mid caps : *« Le gérant, lui, a aussi accès aux sociétés, parfois il a plus d'informations que nous. Car, parfois, le management donne plus d'informations au gérant qu'à l'analyste (...), plus fines et là, des fois il y a un échange, c'est vraiment une autre source d'informations (...); la direction a donné l'information au gérant en lui disant que c'était off. Moi je peux avoir l'information. Je ne le répéterai pas, mais dans mon modèle ça m'aide. Enfin, les informations off que je n'ai pas le droit de donner au marché, j'en ai plein mes cahiers. »* (AS16).

Les développements précédents ont mis en exergue le fait qu'une partition ne peut être réalisée aussi facilement que préconisée par la théorie financière, entre une analyse dite fondamentale, conduisant à une évaluation, et une analyse intégrant les mécanismes de formation des prix.

L'importance cognitive de « l'accès au marché », symbolisé pour les analystes essentiellement par les relations avec les clients, est soulignée en raison du processus d'interprétation mis en œuvre. L'importance d'accéder à des « remontées » du marché, tant comme retour sur le travail effectué qu'en termes d'informations complémentaires, de saisir les « traductions boursières » ainsi que les anticipations est, en effet, maintes fois soulignée. Il ne s'agit donc pas de simplement recueillir de l'information mais de mettre en place des processus effectifs de « discussion ».

Ces développements conduisent à énoncer les propositions de recherche suivante :

P7a : Les relations avec les investisseurs permettent à l'analyste financier sell-side d'obtenir des retours sur son analyse.

P7b : Les relations avec les investisseurs permettent à l'analyste financier sell-side d'obtenir des informations complémentaires sur les sociétés.

P7c : Les relations avec les investisseurs permettent à l'analyste financier sell-side de saisir les traductions boursières.

P7d : Les relations avec les investisseurs permettent à l'analyste financier sell-side de saisir les anticipations du marché.

Plus largement l'établissement de relations apparaît comme l'un des enjeux majeurs pour les analystes financiers. Un gérant, ancien analyste sell-side, insiste sur cette clé de réussite indispensable, que constitue le relationnel, tant en ce qui concerne les clients que les directions d'entreprise : *« Bien connaître les gens. Il aura d'autant plus la confiance des investisseurs qu'il aura la confiance des sociétés, qu'il pourra les emmener en road-show pour mieux les connaître. Et il aura d'autant plus la confiance des sociétés qu'il connaîtra bien les investisseurs et qu'il pourra les guider, savoir ce qui plaît au marché. C'est ce cercle vertueux. Quand vous y êtes, c'est confortable. Quand vous n'y êtes pas, il faut y aller. »* (ASG1).

L'établissement de relations avec les clients provient également de l'existence d'attentes cognitives différentes à l'égard des analystes financiers. Cette hétérogénéité résulte de situations conjoncturelles. Suite à l'évolution du krach boursier de 2001, les gestions actives sont réapparues, porteuses d'attentes spécifiques. Elle provient également de la conjugaison, pour un même investisseur, d'horizons de gestion différents.

2.3. Des clients caractérisés par une gestion de portefeuille hétérogène et instable dans le temps

Malgré le primat des gestions benchmarkées, les analystes financiers se sont retrouvés confrontés, au cours des quinze dernières années, à des clients caractérisés par des styles de gestion très hétérogènes. Cette hétérogénéité provient de changement de style de gestion d'un client donné dans le temps, d'apparition de « nouveaux clients » formulant des demandes différentes et de la combinaison, pour un même client, de différentes manières d'appliquer son style de gestion.

Or, comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, selon le style de gestion adopté, la demande adressée à l'analyste financier sell-side évolue quantitativement, selon le degré de recours du gérant à l'analyste, et qualitativement. L'abord de l'analyse peut ainsi varier entre une approche top-down ou une approche bottom-up, le contenu « fondamental » peut être ainsi plus ou moins approfondi, et l'horizon temporel de référence, plus ou moins court.

Depuis 1995, il est possible de repérer deux grandes évolutions. D'une part, le recours de plus en plus répandu à un benchmark pour l'évaluation des performances a contribué, à la fin des années quatre-vingt-dix, à effacer les frontières entre gestions passives versus gestions actives ou entre gestions quantitatives versus qualitatives (Jondeau, 2004)¹⁵². D'autre part, la remise en cause des gestions benchmarkées et l'effondrement du marché financier en 2001 ont contribué à faire resurgir d'autres styles de gestion, orientés vers des titres antérieurement délaissés comme les moyennes capitalisations.

Aaron *et alii* (2005) ont étudié les stratégies de placement des fonds de SICAV¹⁵³, en France, sur la période 1999-2002, en analysant l'évolution des indices de référence. Ils ont ainsi mis en évidence d'amples mouvements dans les stratégies de placement avec de nombreux changements d'orientation puisque, entre mars 1999 et juin 2002, il est possible d'identifier 10 sous-périodes caractéristiques d'une forte volatilité.

Les indices ont ainsi joué des rôles différents selon les sous-périodes. À partir de décembre 1999, une dispersion s'observe entre les indices avec une prédilection évidemment marquée pour le CAC 40 et l'indice technologique. Les positions sur ce dernier se sont cependant dénouées entre décembre 2000 et avril 2001. Lors du repli brutal du CAC 40 en septembre 2001, le SBF 80 joue un rôle très transitoire de repli jusqu'en mars 2002. Les moyennes capitalisations, qui avaient été délaissées à partir de décembre 1999, réapparaissent à partir d'avril 2002.

2.3.1. Une remise en cause de la prégnance des gestions « benchmarkées »

Deux grandes catégories de critiques sont adressées à la gestion benchmarkée. La première catégorie a trait à la faiblesse des tolérances vis-à-vis des écarts aux benchmarks, dans un contexte de forte volatilité des cours. La seconde catégorie pointe la segmentation indûment induite entre différents types d'actions en raison des modalités de construction de l'indice de référence.

Ces critiques ont notamment été mises en exergue par le « rapport Myners¹⁵⁴ », diligenté par le ministère des Finances anglais en 2001. Myners souligne la fréquence trop élevée de l'évaluation de gestions, fondées, de surcroît, sur un choix erroné d'indices de référence, ces derniers étant construits sur des actifs insuffisamment diversifiés. Ces éléments sont considérés comme responsables de comportements court-termistes, passifs et mimétiques.

La diffusion de la gestion « benchmarkée¹⁵⁵ » s'est réalisée en ne tolérant que de faibles écarts aux benchmarks. Les modes d'évaluation et de rémunération des gérants en

¹⁵² Enquête réalisée par Arnswald pour le compte de la Deutsche Bundesbank et citée dans Jondeau (E.), « Gestion institutionnelle et volatilité des marchés financiers », *Revue d'économie financière* n°74, p.157-175, 2004.

¹⁵³ Equivalents des « mutual funds ».

¹⁵⁴ www.hm-treasury.gov.uk/mediastore/otherfiles/31.pdf

¹⁵⁵ Cf. chapitre précédent.

fonction d'un benchmark ont en effet induit des pressions fortes à l'accompagnement des cycles, en raison de mesures fréquentes de performances et de pressions mises sur la réduction des écarts, sans véritable analyse de leurs origines.

Or, dans un contexte de forte volatilité, ce mode de gestion doit nécessairement s'accompagner d'analyses à même d'identifier les écarts liés à des dysfonctionnements de marché et les écarts liés à la performance du gérant. En l'absence de telles analyses, ce mode de gestion peut conduire à un raccourcissement de l'horizon de placement (Davanne et Pujol 2005). Cette analyse est parfaitement reprise par la gérante d'une grande maison de gestion : *« Je ne me rappelle même plus, mais France Télécom faisait peut-être 8 % du CAC 40 et vous, vous en aviez seulement 2 % à 3 %. Évidemment, vous étiez laminés en termes de performance. Et puis là-dessus, vous aviez des gens qui vous disaient “ vous êtes quand même des nuls, France Télécom, c'est à 200, mais ça va aller à 250, 300, vous avez tout raté ”. Et vous, vous étiez là, avec votre performance abîmée ; il y a eu beaucoup de gens comme cela. Et qu'est-ce que vous avez fait ? Vous avez craqué, vous vous êtes remis dans l'indice. Vous ne pouviez pas assumer. Outre que l'on avait des règles prudentielles, on ne pouvait pas faire 0 quand un titre faisait 10. Donc, ça a alimenté cette folie. »* (G8).

La conjugaison d'une instabilité des primes de risque et d'une rigidité des benchmarks peut donc conduire à des situations de déconnexion forte, annihilant les mécanismes de stabilisation. Lors de dysfonctionnements des marchés financiers, les écarts aux benchmarks sont en effet nécessaires pour assurer une force de rappel. Le rôle de contrariant que des gestions « fondamentales » ou des prises de positions tactiques fondamentales peuvent jouer en vendant par exemple des valeurs fortement surévaluées est contrecarré par les horizons d'investissement relativement court-termistes (Davanne, 2004 ; Davanne et Pujol, 2005 ; Jondeau, 2004). Jondeau (2004) cite ainsi, sur la base d'une enquête réalisée auprès de près de 300 gestionnaires allemands, que seulement 12 % des gestionnaires dits fondamentalistes considèrent pouvoir tenir une position contra-cyclique sur plus d'un an.

Le deuxième type de critique porte sur le choix de l'indice de référence. La gestion benchmarkée tend alors, d'une part à privilégier les titres de l'indice et donc a priori les grandes capitalisations portées par les indices de référence et donc à délaisser les moyennes et petites capitalisations qui fondamentalement peuvent être intéressantes. D'autre part, les critères de construction des indices peuvent intégrer des dysfonctionnements. Le fait, par exemple, de retenir les sociétés sur la base de leur capitalisation totale, non pondérée du flottant, peut conduire à un renchérissement des cours de sociétés au flottant faible (Davanne, 2004). Par ailleurs l'indice peut se révéler, en cas d'évolution spéculative des cours de Bourse, insuffisamment diversifié.

La gestion benchmarkée a ainsi conduit, dans la seconde moitié des quatre-vingt-dix, à une focalisation du marché financier sur certains types de valeur. Les capitalisations d'une certaine taille, positionnées sur des secteurs plus matures, mais surtout les petites et moyennes capitalisations, hors secteur technologique, ont été délaissées. Ce délaissement a conduit à la réapparition de gestions actives mettant en œuvre des approches d'analyse plutôt stock-picking.

2.3.2. Une réapparition des gestions « actives » et un renouveau des moyennes capitalisations¹⁵⁶

Différentes dans leurs modes de gestion, les gestions de type « value » et « growth » et les hedge funds se fondent sur la même approche stock-picking d'analyse et de choix des titres.

Les hedge funds représentent un des segments de la gestion dite « alternative » « s'opposant à la gestion traditionnelle », dans le sens où elle adopte des actifs et techniques connus mais non utilisés par d'autres. Elles recouvrent donc des pratiques qui varient dans le temps. Elle se segmente, à l'heure actuelle, entre le capital-risque, l'immobilier et les hedge funds (Lhabitant, 2005).

En créant son fonds en 1949, Alfred Winslow Jones veut se prémunir contre les baisses de marché, tout en tirant profit des titres sous-évalués. Il mit ainsi en place une technique, qu'il nomma « hedge funds », combinant des positions longues pour assurer les gains en période de hausse, afin de surperformer le marché, avec des ventes à découvert pour se couvrir contre les baisses du marché. Les ventes à découvert lui permettent ainsi de se couvrir contre le risque de l'exposition au marché de la position acheteuse et le recours à l'effet de levier d'accroître de manière exponentielle les performances (Darolles et Le Fol, 2005).

Particulièrement actifs dans les périodes instables, ces fonds vont régulièrement apparaître (et disparaître) tout au long de l'histoire des marchés financiers et plus particulièrement à la fin des années soixante (cf. le Quantum fund de Soros), à la fin des années quatre-vingt, puis à la fin des années quatre-vingt-dix avec notamment l'affaire LTCM¹⁵⁷.

Ces fonds se caractérisent par des objectifs de performance absolue, décorrélée des indices. Contrairement aux principes théoriques, ce type de gestion ne cherche pas à diversifier le risque spécifique, gère de manière active et dispose d'une grande flexibilité de gestion, notamment par une capacité de vente à découvert. Ne pouvant s'adresser qu'à des clients avertis, comme les investisseurs institutionnels, ces fonds sont, en effet, libérés de certaines obligations destinées à protéger les investisseurs. D'après Denez et Poulle (2006), contrairement cependant aux Etats-Unis, la législation française n'a jamais connu de vide juridique en la matière. Le cadre juridique a néanmoins dû être adapté.

Ces fonds conjuguent des horizons de gestion qui s'échelonnent du très court terme au long terme et utilisent aussi bien des méthodes quantitatives que très qualitatives pour repérer les titres « délaissés ».

¹⁵⁶ Nous ne développerons pas le développement des produits dits « structurés », qui ont également drainé des montants importants de capitaux.

¹⁵⁷ Ce hedge fund, dont deux des associés étaient Merton et Scholes, fit faillite en 1998 suite à des positions trop importantes conjuguées à un très important effet de levier. Ce fonds détenait en effet 4,8 milliards de dollars de capitaux propres pour un portefeuille de 200 milliards de dollars (Source : *le Monde diplomatique*, novembre 1998).

Entre 2004 et 2006, le poids des hedge funds dans le travail des analystes sell-side basés en France semble avoir fortement évolué. Confidentiels au début de cette période, les hedge funds semblent, fin 2006, représenter une clientèle dont la part dans le travail des analystes de certaines maisons de courtage, serait, d'après les analystes, supérieure à leurs poids sur le marché.

La gestion active est également le fait des gestions value. En raison du manque de liquidité de ce segment, ces fonds sont obligés d'opérer des « paris » sur un avenir relativement « long », pouvant aller jusqu'à trois ou cinq ans. Le potentiel espéré devra alors être d'environ 50 %¹⁵⁸. Ce mode de gestion a été essentiellement porté par de « petites » maisons qui, fondamentalement « contrariantes », opèrent une sélection de valeurs à partir d'une analyse véritablement bottom-up. Leurs performances ont bouleversé quelque peu la hiérarchie de la gestion par leur stratégie de niche, comme l'explique un gérant d'une grande société de gestion anglo-saxonne : « *Avant, quand on était petit, on était Hédiard. Aujourd'hui, on est gros, on est moins bien en qualité au niveau individuel, mais on couvre l'intégralité des trucs et on aura toujours une qualité constante.(...) Qu'est-ce qui fait que les boutiques ont bien marché ? Elles ont pris des parts de marché aux grands groupes. C'est à cause de cela. Il y a des classes entières d'actifs qui ne nous intéressent pas. (IC : – Pourquoi ?) – Car ce n'est pas pro. Est-ce que Carrefour va se battre pour vendre la meilleure tablette de chocolat ?* » (G7).

La performance de ces fonds a contribué au développement, depuis 2002, des petites et moyennes capitalisations. Ce segment a été également valorisé par la politique des Bourses de valeur en leur faveur, se traduisant par la mise en place, à compter du début 2005, d'une liste unique de cotation, distinguant les petites (entre 150 millions et 1 milliard de capitalisation) et les moyennes capitalisations (supérieures à 1 milliard d'euros), d'une nouvelle gamme d'indices de valeurs moyennes, d'un nouveau marché structuré et organisé (mais non réglementé) Alternext. Euronext a également instauré une labellisation des maisons de courtage fondée sur la mise en place d'équipes de recherche et de vente, dédiées aux valeurs moyennes et sur des engagements de suivi. Grandes, comme plus petites, les sociétés de courtage y ont répondu.

Aux changements induits par le poids pris par certains styles de gestion, se conjugue la modification du comportement des gestionnaires dans le temps, ainsi que l'adoption simultanée de différentes postures.

2.3.3. Des pratiques de gestion multiformes induisant une diversité d'attentes

Les choix de gestion peuvent ainsi évoluer dans le temps. Le choix d'une gestion reposant sur une analyse bottom-up ou top-down est présenté par les professionnels comme dépendant notamment de la santé des marchés financiers. Les marchés haussiers favoriseraient le recours aux gestions benchmarkées. En situation plus difficile, la gestion stock-picking serait privilégiée. Cette hypothèse est particulièrement bien illustrée par un gérant, ancien dans le métier : « *Oui, enfin, l'évolution du stock-picking ou si vous voulez, le benchmarking ne correspond pas à des oppositions de méthodes mais à des*

¹⁵⁸ Source : entretiens.

interprétations, à mon sens, de phénomènes économiques longs (...). Quand vous avez une croissance économique généralisée à un ensemble de pays. Pourquoi s'enquiquiner à vouloir trouver celle qui fait beaucoup mieux quand déjà vous avez une croissance qui est soutenue ? À la limite, vous montez dans le train commun et ce sera suffisant. Et cela s'appelle du benchmarking. Le rythme du train, la vitesse du train est suffisamment forte pour qu'elle vous permette de vous satisfaire du comportement du train. Le problème c'est, je change de comparaison, quand vous avez un troupeau de moutons, et qu'il y a des moutons qui tombent de la falaise. Et là, vous vous dites, je préfère être le mouton qui évite de faire partie du troupeau de mouton. Donc, je me distingue, et, dans ce cas-là, vous faites du stock-picking. Donc pour résumer, le benchmarking est l'illustration d'une croissance économique forte et durable, le stock-picking est l'illustration d'une période d'incertitude ou de récession, qui peut être vécue comme durable, de manière consciente ou inconsciente. » (G5).

Cette évolution se traduit pour certaines maisons de gestion par une évolution de leur organisation, comme l'illustre une gérante très ancienne dans le métier : *« On a eu des consultants qui ont donné des leçons à la terre entière il y a six ou sept ans et ça n'a pas été un succès, loin de là. Du coup, on a éclaté l'équipe avec les gérants dits mid et small caps et les grandes capitalisations.(...) Et puis, il y a eu une tendance lourde de développer les buy-side à côté des gérants. C'est un échec, ce n'est pas la faute des buy-side, mais du concept. Donc, plus d'armada de buy-side, plus de services complètement séparés. Là, ils sont amalgamés avec les gérants. On va voir ce que cela peut donner. Vous viendrez me voir dans un an. » (G8)*

Les modes de gestion peuvent également se combiner. *« L'ensemble de l'univers d'investissement est classé en courbe de Gauss sur ses écarts (entre valeur intrinsèque et cours boursier). Et on compose les portefeuilles en nous centrant sur la partie sous-évaluée. Le biais sectoriel est un contrôle de risque, mais vous pouvez avoir des secteurs entiers qui sont virés. » (IC : –Par rapport au stock-picking ?) –Le stock-picking, les gens achètent des histoires particulières. Le point commun est qu'elles peuvent monter », explique un gérant d'une grande société internationale de gestion (G7), en précisant qu'il n'existe aucune moyenne significative de la durée de rotation des portefeuilles.*

Outre l'utilisation de méthodes d'analyse différentes, les gestions peuvent se démarquer par un horizon temporel pas toujours aisé à cerner. Début 2005, une analyste buy-side résume assez bien cette situation : *« Ils (les gérants) ont un terme. C'est GRAP, Growth At Reasonable Price. Donc ils aiment les sociétés qui croissent modérément, mais pas trop chères, ce qui ne veut pas dire grand-chose, mais ce sont les consultants qui ont trouvé ce truc. Ce sont des gestions que l'on dit long terme (...), mais en même temps, on ne crache pas sur les performances rapides, comme tout le monde. » (BS2R).*

Les analystes financiers sell-side sont donc confrontés à des demandes diverses et fluctuantes qu'une analyste sectorielle d'une grande maison de courtage résume en ces termes : *« Vous avez le client de base qui veut acheter pour deux mois, le type qui veut de la value, la société dont personne ne veut, le type qui va acheter pour quinze jours, un mois, le gérant qui n'en a rien à f... de la valeur et vous demande une position sectorielle, " je n'ai pas envie de comprendre, je réplique l'indice ", et le stock-picker à mort avec lequel vous passez une heure. » (AS12L).* Les différences peuvent être soulignées en termes de mode de gestion mais également en termes d'horizon d'investissement : *« Il est important de se préoccuper de la personne qui est en face de vous. Entre un fonds de pension qui investit à dix ans et qui s'en fout car il a un cash-flow régulier, et un hedge fund ou un mutual fund qui est jugé sur la perf de fin du mois, ce n'est pas la même chose.*

Vous n'aurez pas la même notion de risque ou de balance risk/reward. Et entre ceux qui demandent un jugement en relatif ou en absolu. Trois demandes, trois réponses. Or, vous écrivez une recommandation avec un target », souligne le responsable d'un bureau d'analyse.

Un analyste, responsable sectoriel d'une grande maison, insiste sur l'évolution de la structure de la demande : « (Comme client) *il y a de tout. Il y a du généraliste long¹⁵⁹ only (...), beaucoup de hedge funds, de plus en plus. Pour moi, en termes de communication, c'est deux tiers de hedge funds et un tiers d'institutionnels classiques. Donc l'intensité de la demande et des contacts avec les hedge va très au-delà de leur taille et même de leur activité »* (AS19). Cette importance prise par les hedge funds provient à la fois d'une demande approfondie en recherche fondamentale mais également de leur taux d'activité. « *Les hedge funds, ils mettent toute leur équipe sur un sujet particulier (...). Ils nous poussent dans nos retranchements.(...) Ils sont là, ils nous font vivre car ils bougent »*, explique fin 2004 un analyste travaillant particulièrement avec les hedge funds à Londres.

L'existence de clients, potentiellement fort différents dans leurs attentes, soulève des questions sur la manière dont ces attentes se matérialisent, dont elles sont repérées par l'analyste et dont l'analyste sell-side y répond.

Les outils utilisés par les analystes sell-side pour diffuser leur recherche, qu'il s'agisse du consensus ou des études, ne semblent pouvoir répondre qu'à des demandes relativement similaires. Il existe donc un paradoxe apparent entre une diversité d'attentes potentielles et la relative standardisation des outils de diffusion publique de la recherche. Par ailleurs, cette diversité semble également s'adresser à un même analyste et présenterait donc la particularité de ne pouvoir être véritablement résolue par une segmentation formalisée de ces derniers.

Ces paradoxes et interrogations conduisent à formuler l'hypothèse de l'importance, dans le travail de l'analyste sell-side, de la communication et de l'interaction orale avec son client, analyste buy-side ou gérant. L'étude des modalités d'évaluation des analystes sell-side, présentée dans la partie suivante, conduit à renforcer cette hypothèse.

¹⁵⁹ Au sens de « position longue », c'est-à-dire de position d'achat. Contrairement aux hedge funds, qualifiés de long/short, au sens où ils peuvent être en position ferme d'achat et en même temps être en découvert en position de vente.

3. Un ajustement de la formation du jugement aux soubresauts du marché par une recherche d'encastrement relationnel

Les développements précédents ont conduit à mettre en évidence l'importance, pour les analystes financiers sell-side, d'accéder au « marché » pour conduire leur analyse. Cet accès ne se limite pas à un simple « recueil » d'informations, mais procède d'une recherche d'échanges, propres à aider les analystes dans leur travail d'interprétation et de recherche de sens. La meilleure « voie d'accès » apparaît donc être les relations qu'ils peuvent tisser avec leurs clients, analystes buy-side et gérants.

Mais la recherche de liens de « proximité » provient également d'une nécessaire adéquation de la demande. « *Les analystes sont le reflet de ce que leur demandent leurs clients* », répond flegmatiquement un analyste sell-side à une question portant sur les horizons d'investissement (AS9).

Or, une appréhension extérieure de ces attentes se révèle relativement difficile. Les modes de gestion réels apparaissent relativement hétérogènes et évolutifs et les mécanismes d'évaluation externes existant ne permettent pas de véritablement saisir des demandes idiosyncratiques. C'est donc en nouant des relations plus ou moins étroites que l'adéquation, entre la formation du jugement de l'analyste et celle de son client, s'opère.

3.1. Les dispositifs de construction sociale de la relation analystes/clients

Les rapports entre les analystes financiers sell-side et leurs clients présentent, d'un point de vue économique de fortes particularités. La recherche ne donne pas lieu à une rémunération distincte. Par ailleurs la qualité de l'analyse financière se révèle difficile à cerner.

Différents dispositifs, relevant d'une construction sociale sont ainsi mis en place : des dispositifs d'évaluation de l'analyste financier ainsi que des dispositifs de mise en relation. L'étude des dispositifs d'évaluation fait apparaître des critères beaucoup plus divers que la seule pertinence des prévisions de résultats ou des recommandations. L'importance des critères définis par les sociétés de gestion, en fonction desquels s'effectue la répartition des courtages, met en exergue le caractère relativement personnalisé de la relation entre l'analyste financier et certains de ses clients. Ce caractère relationnel transparaît également dans la mise en relation, où les vendeurs jouent un rôle prépondérant.

3.1.1. Les particularités du modèle économique de la recherche

La manière dont l'analyste sell-side construit son jugement ne peut s'effectuer indépendamment de la question des attentes des acteurs pour lesquels il effectue ce travail. La particularité du modèle économique dans laquelle s'insère le travail de l'analyste, lié à une absence de prix de marché conduit à des modalités particulières d'évaluation.

Une absence de prix de marché

L'activité originelle des maisons de courtage réside dans la négociation des valeurs et l'exécution d'ordres de Bourse, comme le suggère le mode de rémunération des services rendus. Les commissions reçues sont, en effet, fonction du nombre d'ordres d'achat ou de vente passés par les clients.

Or, les maisons de courtage, par la présence des analystes financiers en leur sein, sont également des intermédiaires incontournables dans le processus d'achat et de vente d'informations. Si dans la période précédant la libéralisation des services de courtage, la recherche était valorisée sous forme d'une commission fixe payée par les gérants, ces informations, et ce quelle que soit leur nature, ne donnent cependant plus lieu à une évaluation marchande. Comme le décrit un analyste ancien dans le métier : « *Le modèle traditionnel voulait que la recherche soit donnée gratuitement à la clientèle moyennant un minimum de volume d'affaires sur l'intermédiation (...). C'est difficile de facturer la recherche car cela fait cinquante ans que la clientèle ne paie pas de recherche, cinquante ans, je n'exagère pas, cela n'a jamais été facturé sauf demande précise.* » (AS2B). À une question sur la viabilité de la recherche indépendante, un de ses confrères répond en soulevant l'extraordinaire paradoxe : « *Les gens ne voudront pas payer. Le problème de la recherche, c'est que cela a été donné comme un produit d'appel, une sucette gratuite. Mais moi, je suis très... S'il n'y avait pas de recherche, déjà s'il n'y avait pas de journaux, pas de marché.* » (AS19).

La « recherche indépendante » promue par certaines sociétés comme Détroyat ou la Safé, n'a, jusqu'alors, pas véritablement trouvé suffisamment d'échos sur le marché financier¹⁶⁰. Comme le fait remarquer un gérant : « *A la Safé, le bureau était excellent, mais il y a eu l'émergence des brokers et les charges correspondantes. Détroyat est resté, mais n'a pas résisté non plus aux brokers.* » (5GX)

L'assertion récurrente selon laquelle « personne n'est prêt à payer » renvoie plus globalement aux particularités des relations marchandes instaurées entre gérants et maisons de courtage. La spécificité du processus de facturation des commissions de courtage pouvait, en effet, conduire à une perception atténuée de leur poids économique. Les commissions de courtage, comprenant implicitement la recherche, ne sont pas facturées ni supportées financièrement par les gérants, comme l'explique un gérant d'une grande société d'investissement : « *Vous êtes dans un métier où les coûts de recherche sont payés au travers des commissions de mouvements. Vous avez un service où le fournisseur*

¹⁶⁰ Cf. cependant les réflexions récentes en matière de recherche indépendante.

ne dit pas “ faites un chèque ”, mais dans une relation où une fois par an on se dit “ tient, au fait, ça nous a coûté combien en performance, on a 12.10 au lieu de 12.20. Les commissions sont prélevées sur la valeur unitaire des titres à la source. On a des montants importants mais sans facture ni chèque (...), car ce n’est pas vous qui payez tout court, c’est le client final, celui qui confie les actifs qui paie ”. Et pendant longtemps, le client n’a été obsédé que par les commissions de gestion. » (G6).

Les problèmes posés par la recherche d’une évaluation économique de la recherche

La valeur de marché de l’analyse financière n’est donc pas identifiée en tant que telle. En hasardant une transposition de termes, l’analyse financière n’est qu’un « sous-jacent », indirectement évalué au travers du volume de courtage réalisé. La gestion des analystes financiers est réalisée en liaison assez étroite avec le chiffre d’affaires de courtage. Un ancien analyste sell-side décrit ainsi le processus : « *Dans le boom des années quatre-vingt-dix, vous avez toute la capitalisation boursière qui augmente, le taux de rotation de la capi qui augmente et donc un budget qui explose (...) et si les encours doublent car les cours ont doublé, on n’a pas plus de coûts, donc si les cours doublent, on embauche. C’est comme cela que ça se passe.* » (AS22G1).

C’est lors des phases boursières plus difficiles que la question de l’identification du lien entre le travail réalisé par l’analyste et ce volume peut surgir. L’assertion, couramment utilisée par les analystes financiers lors des entretiens, selon laquelle ils seraient des « centres de coût », est ainsi profondément révélatrice. L’analyste se trouve ainsi confronté à un formidable paradoxe. Son travail de mesure de la valeur des sociétés, n’aurait, en soi, pas de valeur de marché avec les conséquences possibles, qu’un analyste énonce en cette fin d’année 2004 : « *Tout le monde coûte mais la tentation, c’est de dire, on va réduire les coûts d’analystes car ce que rapporte un analyste, ça ne se mesure pas directement.* » (AS7G).

Les contraintes inhérentes à la recherche d’une évaluation économique du travail de l’analyste font souvent l’objet d’expressions spontanées, voire lapidaires de la part d’analystes appartenant à différentes maisons : « *Dans le jugement de l’analyste, sont peut-être intégrées beaucoup de dimensions que l’on ne saisit pas forcément a priori. (...) La dimension économique de rentabilité. Le but, c’est de faire gagner de l’argent. On n’est pas le CNRS* » (AS6F) ; « *Un bon analyste ? C’est celui qui fait gagner de l’argent à sa société. C’est tout.* » (AS14V)

L’évaluation économique du travail des analystes a été indirectement étudiée par les recherches menées sur les conflits d’intérêts.

Ces recherches mettent ainsi en exergue deux types de dérives : une « mutualisation » des coûts de recherche avec d’autres types d’activités et l’association de l’analyste à une augmentation artificielle du chiffre d’affaires réalisé en courtage.

La première dérive se concrétise par l’utilisation des travaux de l’analyste pour des travaux ayant trait au marché primaire, comme l’exprime un analyste sell-side : « *Comme l’intermédiation est quand même déficitaire, le modèle voulait que les sociétés de Bourse se rattrapent sur ce que l’on appelle le “ corporate ”, donc les opérations de haut de bilan, les introductions en Bourse.* » (AS2B). En réponse à une question directe sur l’existence de relations, cet analyste poursuit : « *Oui, théoriquement. Il y a la muraille de chine qui n’est pas plus épaisse ici qu’ailleurs. C’était une vaste plaisanterie.* »

La seconde dérive, intrinsèquement liée au modèle économique se traduit par des incitations à des changements plus fréquents de position, auxquels seraient associés les analystes (Irvine, 2004 ; Galanti, 2006).

Ces recherches cherchent ainsi à faire le lien entre le fonctionnement (ou les dysfonctionnements) du modèle économique des bureaux de courtage et les mécanismes d'« incitations » ou de rémunération des analystes. Importantes en soi, les modalités de rémunération de l'analyste et leurs impacts sur le travail de l'analyste ne font pas l'objet dans cette recherche d'une analyse en soi. En nous fondant sur les travaux de Galanti (2006) pour les analystes français¹⁶¹, nous intégrons l'existence d'un lien au titre de postulat. Ce lien permet surtout de s'interroger sur les critères qui fondent cette rémunération, expressions d'attentes des différents acteurs envers l'analyste.

Enchâssement de la recherche dans une « économie de la qualité »

On peut ainsi considérer que la recherche se retrouve enchâssée dans « une économie de la qualité » dont elle représente un exemple extrême dans le sens où, bien qu'insérée dans des échanges économiques, elle n'est pas valorisée par un prix de marché (Karpik, 1989). La mesure de la performance de l'analyste est cependant recherchée, tant par les clients que par leur organisation d'appartenance, au travers de « dispositifs de jugement » ou « de promesse » (Karpik, 1989)

L'étude de ces dispositifs d'évaluation, qui résultent d'une construction sociale, permet de cerner les dimensions cognitives qui sont attendues de l'analyste et donc la manière dont va notamment s'articuler et se dérouler la relation avec ses clients. La mise en existence d'éventuelles dimensions autres que cognitives conduit par ailleurs à préciser des conditions d'exercice du métier d'analyste, toile de fond de la formation de son jugement.

3.1.2. Des dispositifs externes d'évaluation aux critères multiples

L'évaluation des analystes repose sur un processus d'évaluation conjuguant deux dimensions : une dimension interne/externe ainsi qu'une dimension privée/publique. Leur analyse a vocation à cerner, selon la portée de ces dispositifs, les dimensions selon lesquelles l'analyste est jugé, les répercussions en termes de pratique et donc la manière dont les relations entre les analystes et leurs clients se nouent cognitivement.

L'évaluation « privée » de l'analyste se structure autour d'un mécanisme à « double étage ». Le travail de l'analyste donne lieu à des évaluations internes, reposant sur des mécanismes de notations par les vendeurs et la hiérarchie. Il est également évalué par un système de notation externe par les clients, qualifiable de « dispositif de promesse ». Les

¹⁶¹ Pour les analystes anglo-saxons, nombre d'articles de recherche font directement référence à l'importance des classements réalisés par les clients dans la formation de la rémunération de l'analyste *sell-side* (cf. notamment les travaux de Stickel, 1992).

volumes de courtage sont répartis en fonction d'une note, intégrant une appréciation des analystes, des vendeurs et des traders d'un bureau donné.

Par ailleurs, des « prix », donnant à l'évaluation des analystes un caractère public, sont également réalisés chaque année, prix qui peuvent être mobilisés dans l'évaluation privée de l'analyste. Ces prix correspondent à des dispositifs « de jugement » s'inscrivant dans le cadre d'une « économie de la qualité » telle que précédemment définie, tenant à la difficulté de cerner la qualité d'un analyste financier. Contrairement au réseau, qui représente un « dispositif de jugement fondé sur la confiance personnelle », ces classements rentrent dans la catégorie des « dispositifs de jugement fondés sur la confiance impersonnelle » (tels les guides, les appellations) (Karpik, 1996). Ils présentent ainsi l'avantage de faire circuler plus rapidement, et sur une plus grande échelle, les informations afférentes. Cette diffusion de masse les rend donc plus susceptibles, a priori, d'être représentatifs des critères de qualité attendus.

Des dispositifs de « jugement » fondés sur la confiance impersonnelle

Pratique ancienne dans les pays anglo-saxons, les outils de classement des analystes et des bureaux de recherche ont été développés plus récemment en France sous l'égide de sociétés privées, StarMine et AQ¹⁶², ou d'associations d'analystes (française : SFAF et suisse : SFAA¹⁶³).

Ces dispositifs se distinguent par leur mode de mesure, quantitatif ou qualitatif, ainsi que par l'objet de l'évaluation.

Les dispositifs « d'efficacité », se définissant comme plus objectifs, centrent leur approche de la qualité de l'analyste sur la pertinence de ses recommandations et de ses prévisions de bénéfices. Les dispositifs « de notoriété » intègrent de manière plus implicite des critères qui peuvent être de nature à la fois qualitative, de l'ordre de la connaissance des fondamentaux ou du service rendu, et quantitative.

Mais plus fondamentalement, une approche fondée sur la pertinence des recommandations et des prévisions de bénéfices s'apparente à une évaluation, que l'on peut qualifier de substantive dans le sens où l'analyste est jugé comme s'il devait prendre la décision d'investir. Une approche qui évalue à l'aune d'une l'expertise sectorielle ou de services rendus serait de nature plus « procédurale » dans le sens où elle n'apporte qu'une aide à l'investisseur dans son propre processus de décision.

Les dispositifs de « notoriété »

Les dispositifs de « notoriété », mis en œuvre à partir des années soixante-dix aux Etats-Unis et en Angleterre par des sociétés de presse, sont les plus anciens. Le « All-American Research Teams », prix instauré par le journal américain *Institutional Investor*, et le classement Extel Financial mis en place par le United Newspapers Group apparaissent ainsi comme les références en matière de classement des analystes financiers, notamment parce qu'ils sous-tendent une part non négligeable de la

¹⁶² Accuracy Quotient.

¹⁶³ Swiss Financial Analysts Association.

rémunération de ces derniers (Leone et Wu, 2002 ; Stikel, 1992 ; Moyes *et alii* 2001). Ces méthodes d'appréciation qualitative ont été transposées par l'AGEFI en France en 1993 pour les analystes français et s'articulent aux classements européens d'Extel.

Les gérants et analystes buy-side européens désignent, par un vote, les équipes¹⁶⁴ qui ont leur préférence. La note est calculée selon le nombre de citations, leur rang (de premier à cinquième) et est pondérée, depuis 1999, par un coefficient tenant compte de l'importance des actifs sous gestion de celui ayant réalisé le vote¹⁶⁵.

Ce vote reflète « une opinion globale ». Le règlement préconise de tenir compte de « la fiabilité des prévisions de résultats, de la pertinence des recommandations, de l'à-propos des appels (réactivité par rapport à l'actualité, valeur ajoutée...), des expertises sectorielles ou géographiques ainsi que de la qualité des documents émis (morning fax, stock guide). Cette notion « d'opinion globale » peut ainsi être assimilée à une appréciation de notoriété, comme le développe un gérant : « *C'est un note d'expérience, de qualité de relation avec le marché (...). Il va y avoir ce phénomène d'impression dans l'esprit. (...) À la limite, on peut se rappeler un truc, mais ça peut être aussi le reflet d'une notoriété spontanée, d'une réputation qui fait que l'on pense souvent à eux.* » (5GX)

Les dispositifs « d'efficacité »

En 1998, à l'initiative notamment de gestionnaires de fonds, furent créés, par StarMine¹⁶⁶, société américaine, et AQ¹⁶⁷, société anglaise, deux outils « concurrents » d'évaluation quantitative. Ces deux sociétés opèrent à partir des bases de données de Thomson Financial, se fondent sur la segmentation sectorielle GICS¹⁶⁸ et diffusent publiquement le résultat de leur classement au travers de journaux attitrés¹⁶⁹. Les classements sont réalisés à l'échelon national et européen, sectoriel et global, par analyste et par bureau. À partir de 2003, l'association des analystes suisses propose sa propre évaluation, via le progiciel Isfa¹⁷⁰.

Ces méthodes sont présentées comme « indépendantes » des appréciations des sociétés de portefeuille lors des calculs de raking, « objectives ou scientifiques », « mesure unifiée des performances », permettant une évaluation « quantifiée et comparable », se fondant sur le « propre travail de l'analyste, la prévision de bénéfices et l'anticipation des évolutions des cours de Bourse ». La mise en œuvre de ces outils suppose le respect de plusieurs critères, la comparaison des analystes sur la base d'échantillon cohérent avec

¹⁶⁴ De 1993 à 2000, les votes étaient nominatifs. À partir de 2001, les prix sont attribués à des équipes.

¹⁶⁵ Pondération ajustée si deux répondants d'un même établissement votent pour des personnes ou des établissements similaires.

¹⁶⁶ Source : <http://starmine.com>. Société créée par trois actionnaires, deux groupes de sociétés d'investissement, et une société Internet.

¹⁶⁷ Source : <http://www.aqresearch.com> Société créée par Graham Field Actionnaires.

¹⁶⁸ Global Industry Classification System, nomenclature dite « internationale » proposée par FTSE Group et Dow Jones Indexes et rendue obligatoire par Euronext à partir de 2005.

¹⁶⁹ *les Echos*, pour la France. Les classements détaillés sont directement accessibles sur le site de StarMine à la différence d'AQ.

¹⁷⁰ Information System for Analysts.

les valeurs suivies, l'homogénéisation des types de recommandations, la prise en compte des types de recommandations, des dates de recommandations et de l'horizon visé.

Outils de performance interne et externe, ils sont présentés par l'association suisse comme un « moyen pour les analystes de retrouver une légitimité », par StarMine et A.Q. comme un « outil d'information et d'aide à l'évaluation » des analystes. Ces classements permettent à ces sociétés de développer d'autres produits. StarMine développe ainsi son propre consensus destiné à « anticiper les mauvaises nouvelles ». Contrairement aux consensus classiques où les pondérations entre analystes sont égales, StarMine donne plus de poids aux analystes qu'il a élus comme « vedettes » ainsi qu'aux estimations les plus récentes. Un écart positif entre le consensus StarMine et le consensus classique est censé indiquer la publication d'un résultat supérieur à celui attendu par le consensus classique.

Ces trois outils d'évaluation quantitative utilisent, à ce jour, les mêmes critères : la validité des recommandations, mesurant « le timing d'investissement », et la précision du bénéfice par action. AQ n'avait, dans un premier temps, développé qu'un classement réalisé à partir de la précision de prévisions. À partir de 2004, les recommandations sont également étudiées selon leur mandat absolu ou relatif, selon l'option adoptée par la maison de courtage. Isfa intègre également une troisième conception, les recommandations « ajustées du risque ».

L'évaluation en absolu mesure la capacité à anticiper les hausses ou les baisses de cours. L'évaluation en relatif, réalisée à partir de la construction d'un portefeuille virtuel, mesure la capacité à anticiper l'évolution de la position par rapport aux indices globaux ou sectoriels pris à titre de référence. Une recommandation « d'achat » se traduit par une prise de position longue sur l'action considérée, position financée par cash soit par une vente (position courte) d'une quantité équivalente de l'indice de référence. Les recommandations « strong » entraînent des mouvements d'ampleur variablement accentuée (deux fois plus importants chez StarMine, 25 % chez AQ). Dans le troisième cas de recommandation, la plus-value réalisée est alors ajustée du risque (mesuré par le bêta).

Les outils, fondés sur les prévisions de bénéfices, se distinguent néanmoins par :

- la profondeur de l'historique retenu : un an pour StarMine, cinq ans pour AQ, avec des pondérations progressivement dégressives ;
- le mode de calcul de la note. La note AQ « résulte d'une moyenne pondérée entre la précision de la prévision (pour 50 %), le nombre de révisions que les analystes opèrent (25 %) et leur ampleur (25 %). Un analyste dont les prévisions seraient précises mais fréquemment et fortement révisées aura ainsi une note inférieure à celui présentant le même degré de précision, mais sans révision ». Le critère de StarMine, « tient compte de plusieurs facteurs », l'erreur absolue, l'erreur relative à celles des autres analystes, la variance des erreurs, le timing de l'estimation, et la valeur absolue des bénéfices effectifs ». AQ pose donc une décote en cas de révisions trop nombreuses et StarMine privilégie les prévisions les plus récentes ;

- le timing de mesure et d'évaluation. Chez StarMine, la mesure est réalisée quotidiennement avec un accès public aux prévisions individuelles, aux consensus et aux performances des portefeuilles virtuels et l'évaluation est réalisée annuellement. Chez AQ, l'évaluation est trimestrielle ;
- sans doute la construction du barème, dont l'échelle de notation s'étage entre 0 et 100. Ce critère ne donne cependant pas lieu à beaucoup de précisions. AQ mentionne qu'au-dessus de 60, l'écart entre les résultats anticipés et les résultats réels est inférieur à 2 % avec un nombre limité de révisions. En dessous de 20, l'écart est supérieur de 10 à 12 % et/ou les révisions sont fréquentes ou de forte ampleur. Chez StarMine, « pour obtenir un score supérieur à 50, l'analyste doit avoir fait des prévisions significativement différentes de ses confrères et plus précises ».

Une reconnaissance plus marquée des dispositifs de « notoriété »

Pour être véritablement opérationnelle, « l'opération de connaissance » que ces dispositifs réalisent doit correspondre aux attentes des différents acteurs et être reconnue comme crédible.

Comme tout dispositif de jugement, les différents classements ne sont pas exempts de critiques ou de rumeurs de manipulation (Karpik, 1996).

Les dispositifs d'évaluation « quantitative » font l'objet de jugements assez sévères de la part des différents analystes sell-side interrogés sur le sujet, y compris de la part d'analystes reconnus par ces prix. Plusieurs types d'arguments sont avancés : l'inadéquation avec le métier même d'analyste, l'introduction de biais, voire des interrogations sur les modalités mêmes de classement.

La première critique porte donc sur l'absence de pertinence de ce type d'évaluation avec les attentes des clients, notamment car ce dispositif évalue les analystes en utilisant les critères propres à l'évaluation d'un gérant : « *Cette approche rationnelle des performances, c'est ridicule. Car un client ne nous demande pas ça. C'est impossible d'avoir raison tout le temps (...). Aucun client ne va dire : "StarMine, tu as cinq étoiles, c'est bien". Le client, il s'en fiche, il me parle tous les jours. Il va savoir que je me suis gouré sur S. ou sur SG mais que j'ai poussé X. comme il fallait, et donc au final qu'il a gagné plus d'argent* », critique un premier analyste sectoriel (AS6F). « *Autant leur donner des portefeuilles types comme on fait dans les journaux financiers avec des pseudos. Ce n'est pas ce qu'un sell-side peut apporter à un buy-side, mais ça a le mérite d'être simple à comprendre* », formule de manière lapidaire un analyste sell-side reconnu (AS19M), mettant en exergue la déconnexion qui pourrait être introduite entre une utilisation en interne et l'attente des clients. Cette utilisation n'est cependant parfois qu'un prétexte, comme l'explique un jeune analyste sectoriel : « *Les managers, ça leur plaît bien comme système car on nous : "tu n'as que trois étoiles sur cinq, donc tu as un bonus réduit", et quand on a cinq étoiles : "Tu sais, ça ne va pas très bien ...".* » (AS6F).

Ces dispositifs sont également perçus comme des mécanismes pouvant orienter le travail de l'analyste. Un analyste sectoriel formule ainsi son reproche : « *Même AQ, dans les prévisions de résultats, c'est pathétique. Si vous regardez la méthodologie, plus vous changez de*

chiffres, plus vous êtes pénalisé. Il vaut mieux attendre une semaine avant et hop ! se recalculer, plutôt que d'essayer de comprendre les subtilités. » (AS19M).

Les dispositifs fondés sur une opinion globale semblent plus représentatifs des attentes cognitives que ceux fondés sur la pertinence de la recommandation ou des prévisions de résultats. Leone et Wu (2002) mettent également en exergue l'importance de l'analyse sectorielle et la qualité du service rendu, comme critères retenus par les analystes buy-side dans les votes qu'ils réalisent pour le classement de *l'Investor Institutional*. Ces auteurs expliquent d'ailleurs la suprématie de ce type de classement sur les classements plus quantitatifs, par la prise en compte de ces éléments subjectifs plus en adéquation avec l'attente des analystes buy-side.

Enfin, la méthodologie employée, malgré une description précise peut donner lieu à suspicion. « *Sur l'histoire de StarMine, je m'aperçois qu'il y a une ou deux années où j'avais assez bien marché et je suis arrivé 5°. J'ai regardé les quatre mecs avant moi, je n'en connaissais aucun. Donc c'est pour vous dire. On est une suffisamment petite communauté pour savoir qui compte et qui ne compte pas* », s'insurge un analyste sell-side reconnu dans son secteur (AS18S).

Les dispositifs de notoriété n'échappent pas non plus aux « soupçons d'opportunisme » (Karpik, 1996). Les prix de l'AGEFI/Extel se fondent sur un vote dont les tenants sont considérés difficilement identifiables et susceptibles de conduire, par ailleurs, à certaines dérives.

Les critiques se portent sur le caractère fortement informel contribuant à l'inscription de ce dispositif dans une logique de réseaux et de lobbying. Cette critique rejoint celle adressée au classement du magazine *Institutionnal Investor*, taxé de « concours de beauté » (Leone et Wu, 2002). « *C'est plus du copinage qu'autre chose, mais je dis peut-être cela car je ne l'ai pas eu* », précise une analyste sell-side (AS17L). Un autre type de critique porte sur la segmentation opérée entre les bureaux, énoncé sous forme de constatation par un analyste sell-side chevronné d'une grande maison : « *Vous retrouvez toujours les mêmes maisons au top ten et tous les locaux ne percent pas* » (AS18S), ou sous forme de préconisation par un analyste sell-side plus jeune : « *C'est important de parler aux clients de taille importante car il y a une pondération dans ces notations en fonction des clients. Donc, c'est important d'être en contact avec les grands.* » (AS3C).

Ces dispositifs organisent ainsi une hiérarchie entre les analystes. Par la sélection qu'ils opèrent, ils accordent ou privent d'une visibilité et sont donc susceptibles d'accentuer les écarts entre les analystes « mis en lumière » et ceux qui sont relégués (Karpik, 1996), comme le fait pudiquement remarquer un analyste sell-side d'une grande maison : « *Il y a une corrélation, en général, entre la maison et la notoriété de l'analyste (...). Dans une société ayant beaucoup de force de frappe, beaucoup de vendeurs appellent des clients qui ont une certaine surface et donc du poids quand il faudra voter.* » (AS3C). Les classements trouvent ainsi leur signification dans une « fondamentale circularité¹⁷¹ » (Karpik, 1996) qui, pour les analystes, pourrait se transformer en syllogisme : Les analystes ayant le plus de voix sont les meilleurs, or les analystes des grandes maisons ont le plus de voix donc les analystes des grandes maisons sont les meilleurs.

¹⁷¹ « Les disques les plus vendus sont les meilleurs et les meilleurs sont les plus vendus. »

Les critiques font également mention de certaines pratiques, consistant pour les analystes sell-side à se rappeler auprès des analystes buy-side et des gérants pendant la période des votes. « Pendant la période des votes, il faut appeler le client toute la journée en lui disant : “vous savez, c’est les votes, il faut voter pour nous”. C’est à celui qui va décrocher le plus grand nombre de votes », indique l’analyste d’une grande maison (AS17L). Un autre analyste chevronné met en évidence l’importance que ce classement peut revêtir : « Là où c’est biaisé, c’est qu’il y a des gens qui courent après cela, des gens qui, dans les périodes de pré-classement, appellent, envoient des emails, “SVP, votez pour moi, mon avenir est en jeu”. C’est une profession assez démentielle. » (AS18S). Ce procédé est souvent mentionné par les clients, avec un certain agacement, voire magistralement critiqué. Un gérant d’une grande société de gestion s’insurge : « On est dans un système où on demande au client de passer du temps pour aider le fournisseur. Moi, en fin d’année, je ne demande pas à mes clients de m’aider à déterminer le bonus de mes collaborateurs. Parfois je suis estomaqué. Surtout que le vote est anonyme donc il (l’analyste) ne saura jamais que je lui ai rendu service. » (G6).

Alors que les dispositifs quantitatifs, de type AQ ou StarMine, n’apparaissent pas (encore ?) comme des outils de référence ni pour les gérants, ni pour les analystes, le fait d’apparaître dans les prix de l’AGEFI constitue un enjeu, comme le précise l’analyste mid caps ou l’analyste sectoriel de grandes maisons de courtage : « NQ et RQ, c’est pas ceux-là qui sont regardés (...). C’est plus notre égo à nous, mais ce n’est pas ce que l’on vend au client. C’est Extel et AGEFI qui vont dire que vous êtes « rackés », que vous avez les 5 meilleurs analystes. » (AS17). « C’est plus le vote de quelqu’un qui dit “celui-là est bon, est utile”. » (AS19).

Cette référence constitue un argument commercial développé à deux niveaux. Le classement à ces prix peut être intégré par les sociétés d’investissement lors de la répartition du courtage. Elle peut également avoir un poids vis-à-vis des directions de sociétés, comme le précise une analyste sell-side dans une grande maison : « C’est commercial. Souvent certaines gestions nous allouent du courtage en fonction du raking (...). C’est cela que l’on va vendre sur la page de garde quand on essaie de démarcher une société pour faire des road-shows avec eux (...); c’est notre puissance de marché » (AS17). Poursuivant dans cet esprit, un gérant évoque l’utilisation de ces prix dans le cadre des marchés primaires mettant en évidence les paradoxes afférents : « Quand une société va chercher un intermédiaire pour introduire une filiale pétrole, ils vont dire : “ ah ! le pétrole, on a vu tel analyste primé donc on va s’adresser à eux pour une entrée en Bourse. Et l’analyste est alors payé par rapport au marché primaire. » (G6).

Éminemment critique, un gérant rappelle cependant en substance que ces prix n’ont pas été mis en place par les clients eux-mêmes. « Le prix, il est fait pour quoi ? Son principal moteur, c’est son promoteur. Du coup, il va construire la notoriété sur sa marque et dire à l’intéressé : “vous avez un prix donc communiquez dans mon journal”. (...) C’est celui qui crée le prix qui est le plus intéressé. Et c’est triste à dire, mais ce ne sont pas les clients. Ce n’est même pas les sociétés, ce sont des vecteurs de communication. (...) La remise des prix, vous y allez, il n’y a que des analystes, c’est une congratulation entre eux, il n’y a pas un seul client. »

Pour les clients, leur évaluation présidant à la répartition des courtages se fonde essentiellement sur la relation qu’ils développent avec les analystes. C’est cette évaluation qui demeure la référence pour les analystes financiers sell-side.

L'importance normative des dispositifs de « promesse » ou de « récompense »

Le mécanisme central d'évaluation intra-organisationnel demeure les processus d'évaluation des clients en fonction desquels ils accordent leurs courtages. Comme le précise un analyste sectoriel : *« Il y a un outil très simple, suivi par pas mal de banques, ce sont les votes et les notes que les buy-side accordent ou non aux sell-side. Car c'est extrêmement simple à suivre (...). Une équipe qui ne performe pas bien, elle est notée à 15 %, 20 %. Une équipe qui performe bien, c'est 60 %, 70 %. On ne peut pas plaire à tout le monde, mais ça, c'est objectif et cela porte sur un grand nombre de choses. Tout le reste... »* (AS19M).

Les sociétés de gestion attribuent de manière trimestrielle ou semestrielle des notes aux sociétés de brokers intégrant une évaluation des analystes, des vendeurs et des traders. Cette procédure permet de rationaliser la sélection opérée et joue le rôle d'un dispositif de « promesse » ou de « récompense » qui va garantir une certaine prévisibilité de l'échange. Si les « dispositifs de jugement » sont porteurs de « préférences facultatives », les « dispositifs de promesse » sont associés plus nettement à une sanction sociale, qui se traduit, dans le cas présent, par l'arrêt du référencement en termes de courtage (Karpik, 1996). En tant qu'« agencement symbolico-matériel », le processus de notation a pour effet de maintenir l'esprit des engagements dans le temps et dispose, à ce titre, d'une très forte connotation normative (Karpik, 1996).

Cette norme construite par les sociétés de gestion, donc de manière plutôt unilatérale, permet de justifier le processus de sélection opéré, comme l'explique un ancien analyste sell-side devenu gérant : *« F. peut dire qu'ils sont éthiques, dans le sens où ils rémunèrent les gens en fonction du service qu'ils apportent et ils définissent le service en disant : “ voilà, chacun, c'est un peu un référendum ”. Si W. a 70 points, c'est la n° 7, c'est une commission d'un million de dollars. Si on était n°1, ce serait 5 millions de dollars. Ça sert aussi à motiver les fournisseurs et leur dire : “ voilà, je vous montre ce qu'il faut faire ”. »* (G1).

Il semble que cette pratique existant dans les pays anglo-saxons se soit diffusée en Europe dans le cadre du processus de diminution du nombre de brokers référents, comme le raconte un jeune analyste sell-side d'une grande maison : *« Pour certains analystes de la vieille école, ça a été dur d'accepter qu'on leur mette des notes, comme en classe (...). Auparavant, la société de gestion, elle avait quinze brokers. Chacun allait la voir en fonction de ses idées et recevait un pourcentage, mais c'était complètement aléatoire (...). Maintenant, les brokers sont en compétition. Il y a le gros broker qui dit : “ je ne comprends pas pourquoi tu me paies moins ”, et le petit qui dit “ je t'apporte des idées, j'ai aussi des analystes à faire manger ”. Bon, alors on va mettre des notes (...) Et le problème, c'est que maintenant il y a les cinq premiers brokers et les autres, après, ils ne sont plus payés. »*(AS6).

Ces évaluations servent ensuite à définir les rémunérations dans le sens où, à l'instar de celles de gérants (Kleiner, 1999) ou des traders (Godechot, 2001), les rémunérations des analystes intègrent une part importante de rémunérations variables ou « bonus ». *« Ça sert aussi à W. pour dire “ vous avez eu zéro, ce n'est pas bien ”. Chez W., il y a un grand tableau avec les 60 premiers clients, les feed-backs des clients, le nom des analystes et la mention “ a scoré ou n'a pas scoré ”. Et donc, ça sert à calculer la rémunération des analystes »*, raconte un ancien analyste d'une grande maison de courtage anglo-saxonne (G1).

Le travail de l'analyste sell-side est donc fortement articulé aux attentes que ses clients peuvent nourrir à son égard. Aux dires des analystes, ces attentes peuvent reposer sur des critères très divers : « *Les road-shows comptent beaucoup, les contacts avec les analystes, le nombre d'appels qui sont faits* », résume un analyste en activité (AS8). « *F. disait : "voilà, on lui met x points sur 10 car il a fait un bon travail sur cette société, il connaît bien son industrie, il sait très bien répondre aux questions que je lui pose, il m'a donné un bon conseil"* », rappelle un ancien analyste d'une grande société de courtage (AS22).

L'étude des dispositifs d'évaluation publics ne permet pas de faire émerger avec précision un ensemble de critères unanimement reconnus. Les critères d'évaluation semblent multiples et intrinsèquement liés aux modes de relations développées. Par ailleurs, les attentes perçues par les analystes sell-side à leur égard s'inscrivent dans différentes dimensions.

Une perception, par les analystes, d'une posture idéale tridimensionnelle

La conception de ce que les analystes perçoivent comme un « bon analyste » met ainsi en exergue des perceptions en termes d'attentes et de rôles à leur égard. « *Un bon analyste, c'est celui qui rendra service à son client, par construction* », exprime un ancien analyste qui, à titre d'anecdote, raconte : « *Au début de ma carrière, j'avais des points de F. car je faxais les communiqués de presse. Il n'y avait pas Internet, les communiqués n'étaient traduits que le lendemain en anglais, et le simple fait de faxer était un service important.* » (AS22). D'autres analystes expriment le même sentiment en mettant plus directement en avant les aspects directement monétaires. Le « bon » analyste est celui qui fait gagner de l'argent à sa société de courtage.

Les analystes ressentent cependant des attentes très diverses selon les acteurs avec lesquels ils sont en relation, attentes qui, par ailleurs, sont susceptibles d'évoluer au gré de la santé des marchés financiers.

En réponse à une question portant sur la définition d'un bon analyste, un ancien analyste discerne trois profils : « *Le bon analyste, en soi,, c'est celui qui est honnête et rigoureux dans ses études, qui a étudié son dossier, qui a des conclusions sensées et argumentées (...). X. fait des papiers très bien, mais ne sait pas accrocher les gens. Il n'a pas cette notion de service. (...) Un bon analyste saura trouver les arguments faciles pour convaincre le client de passer à l'action. (...) Je vais vous donner une étude de Y. car il maîtrise son sujet mais également la psychologie des investisseurs.* » (AS22).

Trois composantes apparaissent ainsi comme récurrentes :

- une composante fondamentale assimilable à une connaissance du secteur et des sociétés couvertes, une curiosité, un esprit critique ;
- une composante commerciale, correspondant à la capacité de l'analyste à savoir « faire passer son message », mais, plus globalement, relative à la capacité de rendre service ;
- une composante boursière, recouvrant la connaissance par l'analyste des mécanismes de marché.

En filigrane de ces trois composantes apparaissent les acteurs avec lesquels l'analyste est en relation : les vendeurs, auxquels il est possible de rattacher la deuxième composante, ainsi que les clients de l'analyste pour lesquels, en revanche, il est moins aisé d'attribuer des préférences données.

À première vue, ces trois composantes pourraient paraître relativement conciliables. Les propos d'une analyste mettent en évidence la complexité de cette évaluation posant des postures types délimitant un continuum : « *On peut dire que c'est quelqu'un qui connaît bien son secteur, ses valeurs, et qui a un très bon accès aux sociétés. Deuxième réponse possible : c'est quelqu'un qui émet de bonnes recommandations et qui permet aux clients de faire de bons investissements et de gagner de l'argent. Les deux ne sont pas forcément incompatibles. Ensuite, il y a tout ce qu'il y a entre les deux. Etes-vous un bon analyste si vous avez su anticiper telle ou telle évolution d'une société alors que personne n'a su l'anticiper, mais que personne ne vous a suivi car personne ne vous a cru ; ou un bon analyste, est-ce celui qui, au final, avait tout faux mais pas sur le cours de Bourse ?* » (AS4).

La force de conviction apparaît comme un premier élément incontournable. « *C'est tenir ses convictions et en même temps sa capacité à se remettre en cause. Etre curieux. Mais je ne suis pas certain que ce soit un métier où il faille être intelligent. Car quelqu'un de brillant ou de trop précoce dans ses recommandations peut dire des choses, qui un jour sont vraies, mais aujourd'hui, en l'occurrence, sont fausses. C'est un peu provocateur. Ce n'est pas une conviction. Mais c'est une crainte* », conclut un responsable de bureau d'analyse (AS5).

Une relative capacité d'adaptation est également nécessaire, comme le décrit un ancien analyste de grandes maisons devenu gérant. « *Les attentes du marché sont des attentes qui varient d'un moment à l'autre. J'ai commencé juste après le krach de 1987. On a remis les pendules à l'heure, les gens sont devenus un peu tristes. On a fait venir des auditeurs. J'en étais un. J'ai fait mon trou à l'époque, à partir d'une analyse comptable. (...) Dans les moments d'euphorie boursière, vous développez plutôt une expertise de momentum boursier, de news-flows. Vous ne ressentez pas le besoin d'aller dans les comptes. Vous vous apercevez que c'est bien de surfer sur la vague. (...) Après le krach de 2000-2001, les scandales financiers, les manipulations de compte, les gens sont devenus à nouveau plus prudents et argumentés dans leur analyse. On attend alors davantage de profondeur. (...) Pof! on revient à la raison. Les Américains savent faire cela très bien. Avant, c'était "Business, Business", maintenant, c'est "compliance, éthique et déontologie".* » (AS22).

L'appréciation des analystes financiers par leurs clients ne se fonde pas sur une simple observation des recommandations et des prévisions de bénéfices. Les attentes cognitives à leur égard apparaissent, en fait, difficilement appréhendables dans leur globalité. C'est donc par une étude plus fine et approfondie de ce que les analystes buy-side et les gérants peuvent rechercher auprès des analystes sell-side, que différentes modalités de relations peuvent être mises en évidence.

3.1.3. Les différents vecteurs de mise en relation : le rôle incontournable des vendeurs

Les relations entre les gérants et les analystes sell-side s'établissent souvent, dans un premier temps, de manière « indirecte », par l'intermédiaire des vendeurs qui mobilisent des objets, comme les études réalisées par l'analyste ou la position au sein du consensus. Dans un second temps ou lors de l'existence de forts liens de proximité, la relation s'approfondit à l'occasion d'entretiens en tête-à-tête ou dans le cadre de road-shows.

Le rôle incontournable des vendeurs dans l'adéquation à la demande

Le vendeur apparaît comme l'indispensable courroie de mise en relation de l'analyste. « *Le gérant, il a un stratège qui va lui dire : “La zone Asie va monter, un des secteurs les plus exposés, c'est le ciment” (...). Le gérant dit : “bon, d'accord, on va aller en Asie, sur le ciment, mais quelle valeur choisir ?”. Il va demander au vendeur à qui il parle tous les jours d'amener l'analyste pour lui parler* », (AS6) expose spontanément un analyste sell-side. Le vendeur a également une importance dans l'entretien de cette relation. « *On les repère (les analystes)... C'est parce que les vendeurs nous les amènent tout le temps (...). C'est une relation qui se développe dans la durée et qui est entretenue par les vendeurs.* » (G8) précise une gérante.

Son caractère incontournable est lié à sa fonction de tri. « *C'est quand même via les vendeurs que l'on arrive à filtrer les premières idées. Sinon, on est complètement submergé* », s'exclame un gérant d'une grande maison française (G3). La connaissance que le vendeur détient des différents clients lui permet de répondre à leurs besoins de manière efficace et précise. « *Un bon vendeur, c'est celui qui a compris nos attentes et va savoir nous adresser le bon analyste, déclare un gérant en précisant l'importance d'une relation stabilisée dans le temps. Il faut que l'on soit depuis suffisamment longtemps avec lui pour qu'il ait bien paramétré nos critères de sélection.* » (G6) Le rôle du vendeur consiste ainsi à transmettre de manière personnalisée les opinions des analystes sell-side.

Certains gérants insistent également sur la fidélité de cette transmission, comme le souligne la gérante d'une grande société de gestion : « *(Le vendeur), c'est un signal d'appel. Nous, ce que nous souhaitons, c'est qu'il n'ait pas d'idée personnelle, qu'il transmette bien le point de vue, soit de son stratège, soit de son analyste. Je pense que c'est important car les vendeurs qui faussent la vision de l'analyse en disant : “je pense personnellement que”, moi, je n'en veux pas. Je leur dis : “écoutez, merci, mais c'est le point de vue de votre analyste qui m'intéresse” (...). Le rôle du vendeur, c'est de peloter le client en lui parlant. Et c'est de lui parler et de prendre son téléphone. Ça il le fait, il le fait beaucoup.* » (G8).

Les analyses, pour être diffusables par les vendeurs, doivent respecter certaines règles, applicables également lorsque l'analyste est en contact direct avec les clients. Le message doit être parfaitement circonscrit afin d'apporter à l'interlocuteur, de manière concise, les éléments essentiels : « *L'analyste normal dira : “j'ai fait une étude de cinquante pages en début d'année, je vous la mail”. Le bon analyste dira : “de combien de temps disposez-vous ? – Cinq minutes. – Bon, je vous fais une description en cinq minutes.”* », souligne un gérant value (G1).

Les études ou le consensus utilisés à titre essentiellement d'alerte

Les objets, études ou consensus, sont utilisés, en complément aval ou amont à l'intervention du vendeur.

Les études sont théoriquement destinées à l'ensemble de la communauté financière. « *Quand on lit une étude, je défie quiconque de pouvoir dire à qui cela s'adresse. Si cela s'adresse à un hedge fund, un gérant value, un gérant stock-picking, un benchmarké, un court-termiste. C'est impossible à savoir. On est sur une forme d'analyse censée répondre à l'ensemble des besoins* », assure un gérant (G5). Souvent, c'est le vendeur qui sélectionne les études pour les gérants, selon leurs besoins. « *Le gérant paresseux tend, en effet, à regarder une note dont parle le vendeur. Les vendeurs, ils savent évidemment quel sujet m'intéresse plus qu'un autre. Mais il y a beaucoup de gens de mon équipe qui vont regarder sur Internet* », avoue en souriant une gérante d'une grande maison. Un de ses collègues exprime plus catégoriquement : « *Les études, on en reçoit des tonnes et le gros du travail, c'est d'en lire cent pour en jeter quatre-vingt-dix à la poubelle. Un bon vendeur, c'est celui qui va nous éviter de lire les quatre-vingt-dix.* » (G6).

L'analyste financier sell-side réalise différentes catégories d'études. Les plus recherchées sont celles réalisées dans le cadre d'un changement d'opinion, comme l'explique un analyste buy-side : « *Il y a deux ou trois types d'études : une étude fondamentale qui va vraiment reprendre de fond en comble l'histoire de la valeur quand un analyste initie la couverture d'une valeur particulière ; une étude qui fait suite au changement de recommandation – ça, c'est quelque chose d'important (...); et le troisième type malheureusement généralisé que sont les études de maintenance. Les analystes se doivent, tous les deux mois, de faire un papier pour préciser s'ils sont positifs, négatifs ou neutres, mais sans qu'il y ait d'idées nouvelles. Je suis plutôt sensible aux études faisant suite à des changements de recommandation ou de résultats.* » (BS3). Les études d'initiation de couverture peuvent permettre également de découvrir de nouveaux gisements d'investissements. Mais les clients souhaitent toujours être « accompagnés » dans leur lecture. « *Les analystes sell-side nous servent pour éveiller notre intérêt sur certains dossiers. Ça, c'est important. Quand il y a des études qui sortent. Quand c'est une valeur que l'on ne connaît pas, on a tendance à appeler l'analyste pour qu'il nous débroussaille* », explique une gérante value.

Les études sont généralement structurées autour d'une idée directrice, présentée sur la page de garde en dessous de la recommandation formulée et accompagnée de quelques ratios. Selon le type d'étude, le contenu sera par la suite plus ou moins développé. L'étude se termine sur une présentation détaillée des perspectives futures d'évolution des résultats. La lecture de ces études est en général relativement ciblée et fortement fonction de l'accroche. À une question portant sur les modalités de lecture, un analyste buy-side précédemment cité répond : « *La principale question que je me pose c'est : est-ce que je suis en phase avec la conclusion ? (...). Est-ce qu'elle m'interpelle sur ma conviction personnelle sur un titre ?* » Un gérant transforme la question en riant : « *Ce n'est pas "par quoi on commence ?". C'est "on commence", et soit on s'arrête tout de suite, soit on continue en fonction de l'angle d'attaque de la recherche.* » (G6). Une gérante value illustre concrètement ses préoccupations : « *La note d'analyste qui va vous arrêter ? Par exemple, celle de cet analyste qui dit : "le CM est valorisé moins que ses actifs" quand le CM était au plus bas, plutôt que "ses résultats trimestriels montrent que C. perd des parts de marché en France".* » (G5).

Ce rôle d’alerte est également mis en avant lors de l’étude du consensus ou des bases de données diffusées via Internet. *« Il va y avoir aussi un tri sur des ratios, PER, retour sur capitaux employés, WACC... Là où les analystes nous intéressent beaucoup, c’est pour tout ce qui va être changement de recommandations, d’évaluation. (...) On va se dire “tiens, il change son target, il remet en cause son opinion”, donc urgence, prise de rendez-vous avec l’entreprise et on retravaille de notre côté. (...) »*, souligne une gérante value, plutôt réservée, par ailleurs, quant à l’apport effectif des analystes sell-side par rapport à son mode de gestion.

La recommandation n’est donc pas analysée dans l’absolu. Elle peut être regardée, en relatif, de manière statique. Le positionnement au consensus, souvent mis en avant par le vendeur, peut être le facteur déclenchant d’une rencontre ultérieure. Mais c’est surtout l’évolution dynamique, le changement de recommandation qui va être l’objet d’attentions particulières. *« On regardera plus chez un analyste sa conclusion en termes de positionnement par rapport au consensus que sa recommandation boursière. En fait, ce qui est intéressant, c’est le changement de recommandation, mais ce n’est pas tellement les recommandations boursières en soi »*, explique un analyste buy-side (BS3).

Il s’agit donc, pour les clients, de repérer, via les études ou le consensus, des indicateurs de changements potentiels.

L’utilisation de ces vecteurs de mises en relation s’effectue de manière différente selon les circonstances. Le responsable d’un bureau d’analyse (AS5) fait ainsi une distinction selon la nature de l’information recherchée : *« Quand le vendeur va vers la structure de gestion, le gérant est passif et reçoit un discours de généraliste. »* Dans ce cas-là, le gérant est en relation avec la communauté des analystes. *« Quand le gérant est actif, qu’il a une question précise, il s’adresse à l’analyste »*, poursuit ce responsable en faisant allusion aux relations plus étroites que le gérant peut entretenir avec un nombre, cette fois-ci, restreint d’analystes. Le passage d’un cercle plus extérieur à un cercle de plus forte proximité s’opère généralement sur la base de la réputation de l’analyste ou de la qualité de ses recommandations passées.

Les intermédiaires se révèlent indispensables dans leur fonction de filtres. La primeur est accordée à l’intervention du vendeur, en raison de la personnalisation qu’il va opérer. Les objets, consensus et études, ne sont utilisés que dans une première approche qui tient compte du caractère impersonnel et standardisé des informations ainsi diffusées, mais également de leur caractère public. Ce caractère public, étudié dans le chapitre précédent à propos de l’utilisation à un second degré du consensus, est également prégnant pour les études. *« Dès lors qu’il publie, il reste ses écrits, et ses écrits sont sous contrôle. Donc, il y a énormément de choses qu’il va pouvoir penser mais pas forcément écrire. Et donc, l’information que l’on va trouver dans les écrits est souvent très factuelle »*, exprime sans ambages une gérante value (G5).

Cette mise sous contrôle fait allusion à la question des conflits d’intérêts. Mais elle fait également référence au fait que, l’écrit, par essence, tend à modérer les propos. *« Dans l’univers des valeurs moyennes, il y a avant tout une analyse du management. Un analyste ne pourra pas écrire que tel président est un incapable ou un homme hors norme »*, poursuit la gérante value précédente. Cette nécessaire modération des propos est également invoquée par les analystes sell-side, comme l’exprime l’un d’eux à l’occasion d’une première couverture : *« Vous entamez une relation avec une boîte. Vous ne la connaissez pas, vous allez la voir, vous leur*

prenez du temps aussi. Si vous commencez par les couvrir en disant : “ il faut vendre parce que c’est tarte ”, après c’est fini (...). Par contre, si vous influencez le jugement en leur disant “ oui mais ”, ils comprennent mieux. » (AS7).

Une structuration concentrique des relations

Au sein des relations entre les analystes et leurs clients, doivent être distinguées les relations s’établissant avec « la masse » des analystes de celles réalisées plus *intuitu personae*.

Un premier cercle, représentatif de relations de confiance, s’établit entre les clients et deux ou trois analystes par secteur. L’appartenance à des cercles plus extérieurs est représentative de relations moins fréquentes et plus superficielles. « De manière concrète, il y a quatre ou cinq analystes avec lesquels on a des relations vraiment très étroites ; avec une dizaine, c’est des relations régulières et assez étroites. Ensuite, cela devient plus ponctuel », (BS1) décrit un analyste buy-side d’une grande maison.

Dans un premier temps, les clients peuvent être alertés par une étude ou sa position au sein du consensus, objets relayés par les vendeurs. Mais, c’est essentiellement via les rencontres que vont se nouer les processus relationnels. Comme souligné dans la partie précédente, si certaines recherches (Brueger et Knorr-Cetina, 2002 ; Knorr-Cetina, 2007) mettent en évidence le rôle important pris par la technologie et les objets pour certains métiers comme les traders, l’importance de l’encastrement relationnel, en raison d’une recherche de relations *intuitu personae*, persiste pour les analystes financiers.

Ce degré d’encastrement varie, selon les types d’attentes. Il est ainsi mis en évidence deux catégories d’attentes de nature substantive ou procédurale sans qu’il soit cependant possible de poser une typologie stricte qui articulerait la proximité de la relation, le contenu de la demande et le type de gestion.

3.2. Les différentes formes d’interactions cognitives entre les analystes et leurs clients

Le chapitre précédent a développé la manière dont des systèmes relationnels sont mis en place entre les sociétés de gestion et les sociétés de courtage, vecteurs de modes d’organisation, adossés aux principes des gestions benchmarkées. Ces systèmes relationnels se traduisent par une certaine division du travail ainsi qu’une orchestration des relations tant « horizontales » ou interorganisationnelles, que « verticales » ou intra-organisationnelles.

Si ces systèmes relationnels véhiculent certaines orientations cognitives qualifiables d’institutions, leurs déclinaisons effectives varient cependant selon la manière dont les acteurs s’en emparent. Les développements suivants approfondissent ainsi cet abord d’interactions plus locales et idiosyncratiques. Des différences apparaissent ainsi en raison de l’importance prise par d’autres modes de gestion, notamment des gestions plus actives, ou de l’existence d’une « mosaïque » de considérations au sein des gestions dites benchmarkées.

Les relations construites, tant dans les outils de mise en relation qu'elles mobilisent que dans leurs attendus, se révèlent multiformes. Elles renvoient à des représentations différentes quant aux rôles respectifs des différents acteurs ainsi qu'à leurs responsabilités afférentes. L'imbrication cognitive des processus de jugement menés par les analystes financiers sell-side et leurs clients, gérants ou analyste buy-side, conduit ainsi à poser la question du degré de co-construction des jugements.

3.2.1. L'importance des rencontres « behind closed doors »

Le fonctionnement des marchés financiers a surtout été étudié au regard de l'information publique communiquée. Dans des perspectives de recherche différentes, certains auteurs (Barker, 1998 ; Holland, 1998) ont cependant mis en évidence l'importance des échanges oraux, réalisés ou non dans un cadre formalisé.

L'enjeu des « conversations »

Barker (1998), lors d'une recherche portant sur les modalités d'information des fonds d'investissement, met ainsi en évidence le fonctionnement d'un marché « behind closed doors », d'une importance qu'il juge centrale dans la détermination des prix.

L'importance de ces échanges peut être liée à la spécificité de leur contenu, soulevant alors la question de la communication d'informations considérées comme privilégiées. Sur ce point, les analystes financiers soulignent les impacts du renforcement des règles légales.

Ces échanges permettent également, par leur forme orale, une meilleure compréhension. On peut également rappeler la mise en exergue par Shiller du rôle des conversations dans les comportements mimétiques et de l'inscription de l'information diffusée dans une mémoire collective qui se construit au travers de « communications interpersonnelles ».

Une meilleure saisie du sens

Plus largement, les « conversations » répondent à des règles sociales. De leur non-observation naissent des incompréhensions. Celui qui écoute a en effet besoin, à partir de ce qui est explicitement exprimé, de formuler des hypothèses sur le sens que celui qui parle désire transmettre. Hilton et Slugoski (2001) se réfèrent ainsi aux travaux de Grice¹⁷², selon lequel celui qui parle doit faire preuve de coopération et suivre un certain nombre de maximes (ou règles de conduite) :

- « tendant à prouver que ce qu'il dit est vrai (maxime de qualité) ;
- « qu'il en dit suffisamment mais pas trop (maxime de quantité) ;
- « que ce qu'il dit est pertinent (maxime de relation) ;

¹⁷² Grice (H. P.), « Logic and Conversation » in P. Cole and J.L. Morgan (eds), *Syntax and Semantic*, vol. 3, *Speech Acts*, NY Academic Press, 1975.

- et énoncé de manière claire et succincte (maxime sur la manière de). »

Lorsque ce « dialogue » ou cet échange d'informations est interactif, certaines incompréhensions peuvent éventuellement être corrigées. En revanche, la « décontextualisation » des informations diminue le recours à d'éventuels repères, ne donne plus les moyens d'opérer d'éventuelles corrections et peut accroître les erreurs de jugement (p. 201).

Hilton et Slugoski (2001) mettent notamment en évidence que le processus d'interprétation des informations transmises sera en particulier fonction :

- des intentions attribuées à celui qui parle, perçu comme coopératif, hostile, neutre ;
- des stéréotypes qui influencent la perception de l'interlocuteur ;
- de l'utilité des informations transmises. Des recherches ont ainsi montré que la transmission d'informations comptables sans utilité pour le diagnostic pouvait jouer négativement sur le diagnostic posé et diminuer le poids d'informations en revanche utiles.

La déclinaison de cette approche aux analystes financiers tend à souligner l'importance que peuvent représenter les entretiens dédiés, les discussions informelles réalisées à l'occasion d'événements marketing, tant pour la formation de leur jugement que sa restitution. On peut ainsi considérer que dans le cadre d'échanges oraux, le jugement se forme entre les acteurs en même temps qu'il se construit. Les interactions, les échanges de points de vue obligent à affiner la pensée, à construire des arguments, à s'adapter à ses interlocuteurs. Les jugements sont évalués, acceptés ou rejetés selon le degré d'adéquation entre la manière dont ils auront été énoncés et les représentations afférentes des interlocuteurs.

Un responsable de bureau d'analyse note la volonté, pour certains gérants, d'augmenter les rencontres avec les analystes sell-side en insistant sur l'importance de la connaissance du profil de l'interlocuteur : « *J'ai eu des discussions intéressantes avec eux (les gérants) sur le sujet. Ils aiment aussi avoir des contacts qu'ils connaissent bien car ils connaissent les caractéristiques psychologiques des gens auxquels ils s'adressent. Il y a des gens qui sont bons pour diagnostiquer quand cela va aller mal (...) ou d'autres un peu rêveurs qui ont anticipé avant les autres les retournements de crépes.* » (AS5).

Les rencontres entre les analystes et leurs clients peuvent se situer dans deux cadres différents. L'analyste peut rencontrer son client en tête-à-tête, lors de rencontres formelles ou plus informelles. Il peut également le rencontrer dans le cadre de road-shows ou d'événements réalisés dans un cadre commercial, pratiques communément répandues à ce jour.

La généralisation des road-shows

Cette pratique consiste, pour l'analyste financier sell-side, à rassembler les directions et les investisseurs actuels ou potentiels. Fortement « récompensée » par les clients, elle

permet également à l'analyste d'accéder à un certain degré de proximité, voire d'intimité, avec les directions d'entreprise, voire avec les clients.

Ces rencontres sont orchestrées par la société de courtage et selon les cas, l'analyste sell-side est, ou non, présent. « *Vous avez une table comme celle-là, peut-être un peu plus chouette et vous allez faire un déjeuner. La société va faire une présentation de sa société. Les gérants intéressés sont inscrits, ils viennent, ils mangent, ils posent des questions. Ou l'analyste prend la société et l'emmène chez le gérant qui ne voulait pas être là pendant une heure et demie. Vous avez des trucs mixtes. Pendant une journée entière, vous faites venir dix boîtes qui passent à la tribune. Les gens sont assis, prennent des notes. On leur file un cartable, un stylo H., et ils sont contents.* » (BS7). L'aspect volontairement fantaisiste de cette description, réalisée par un analyste sell-side d'une maison anglo-saxonne, ne doit pas faire oublier l'importance des enjeux, pour l'analyste, de telles manifestations.

Dans un premier temps, les enjeux apparaissent surtout en termes d'évaluation. En effet, selon les clients, le road-show se déroule en présence mais souvent plutôt hors présence de l'analyste financier sell-side. Une gérante spécialisée en moyennes capitalisations, insiste ainsi sur l'importance de relations en tête-à-tête avec les directions afin de préserver une certaine confidentialité : « *On essaie d'avoir des entretiens où justement on demande au broker de ne pas être là. Toujours pour éviter l'oreille qui...* » (G4).

L'intérêt de réaliser un road-show réside alors essentiellement dans le fait de rendre un service à ses clients. L'accès aux directions est un aspect unanimement reconnu et inclus, quasi systématiquement, dans les critères de répartition de courtage. En retour, le fait d'accorder à un analyste un road-show constitue, pour la société concernée, une sorte de remerciement.

Les paradoxes liés à leur prise en compte dans les critères d'évaluation des analystes sell-side

Cette demande généralisée de la part des clients de cette fonction d'intermédiaire vis-à-vis des directions soulève la question de l'indépendance des analystes, soumis à une sorte d'injonction paradoxale. On peut en effet supposer qu'une direction sera moins encline à accorder un road-show à un analyste plutôt négatif sur sa société. Les analystes sell-side reconnaissent que, selon les directions d'entreprises, certaines sont plus ou moins attachées à certains types de recommandations. Chaque analyste a en tête des sociétés au comportement quelque peu extrême. « *Un truc classique : si vous êtes allégé sur T., vous avez zéro road-shows.* » (AS12). « *B., je n'ai rien avec eux (sous-entendu pas de road-show) depuis que j'ai changé de recommandation. Une fois, ils m'ont insulté. Mais eux, ils sont spéciaux. Je sais qu'avec D. et L., c'est la guerre* » (AS17), citent, à titre d'exemple, une analyste sectorielle très ancienne dans le métier, ainsi qu'une analyste mid caps.

Ce paradoxe est acté par les clients, à l'instar des propos d'un gérant d'une grande maison française : « *Il y a effectivement un cercle vicieux. Un critère non négligeable de la notation est le service, l'accès corporate. Et, effectivement, il est plus facile d'amener une société lorsque l'on est "strong buy". De ce point de vue-là, il y a quelque chose de discutabile dans les critères de notation.* » (G6). Mais ce mode de fonctionnement apparaît tellement ancré dans les pratiques qu'il ne semble pas devoir, ou pouvoir, être remis en cause. Un analyste buy-side d'une grande société française expose ainsi laconiquement : « *Oui, mais ça, c'est le*

problème du sell-side. C'est vrai, il y a des sell-side qui ont des problèmes de ce genre, malgré une certaine évolution de la part des directions, mais c'est leur problème à eux. Notre problème à nous, ensuite, c'est de les connaître un peu. » (BS2). Pour les clients, la « proximité » avec les directions ou, du moins, la connaissance approfondie de l'entreprise constitue une valeur ajoutée telle qu'il incombe à l'analyste sell-side de savoir gérer sa relation avec la société ainsi que ses implications.

La proximité induite

La réalisation « d'actions commerciales », par le développement « d'audiences privées », permet, en effet, d'accéder à des formes de communication beaucoup plus approfondies.

Outre l'aspect d'évaluation, l'organisation de road-shows place, de fait, l'analyste sell-side au cœur des échanges informels. Sa participation effective lui permet de cerner les préoccupations communément partagées par les clients et donc par une partie importante de « la communauté financière » à l'égard d'une société. Mais, même s'il n'est pas physiquement présent lors des rencontres entre les directions et les gérants, le partage de temps plus personnels se révèle propice à des « conversations ». *« Quand vous avez une soirée, une nuit, enfin, quand vous passez une soirée avec eux, vous commencez à les connaître un peu sur le plan personnel, affectif (...). La semaine dernière, je devais partir avec le patron de V.. On était tous les deux tranquilles dans l'avion, huit heures pour aller à Boston, sympa, on avait notre dîner ensemble. Et le mec, il finit par vous raconter des trucs et vous lui racontez des trucs aussi. »* (AS18).

Cet approfondissement de la connaissance, réalisé à l'occasion d'événements commerciaux, est parfaitement intégré, voire valorisé par les clients qui recherchent non seulement l'analyste qui saura les mettre en relation avec certaines directions, mais qui, également, par cette pratique, saura se placer au cœur des échanges, développant des relations informelles, cultivant une relative proximité avec les directions.

Au sein de certaines grandes maisons, la division du travail s'est accentuée, à cet égard, entre analystes financiers. Les relations clients sont alors réalisées par les analystes financiers seniors, le traitement des données par les analystes juniors, voire délocalisé. *« Chez les Anglo-Saxons, il y a tout un travail de recueil et de formatage des données qui est donné aux juniors, et les analystes seniors font du marketing. (...) Il peut y avoir des assistants qui s'occupent des bases de données. Ce genre de poste peut être localisé en Inde »,* explique en 2004 un analyste sell-side d'une société anglo-saxonne pour décrire les transformations à l'œuvre dans sa propre organisation (AS6). En 2006, un analyste réputé soulève les questions de management afférentes à ce type d'organisation : *« Il y a dix-huit mois, on était cinq Européens. Maintenant, on est deux Européens, un Allemand et un Français, et trois Sri Lankais. Quand on ne passe pas notre temps au téléphone, il faut trouver des systèmes de communication avec eux pour leur faire faire le travail et les motiver. »* (AS18).

Les interactions locales, de face-à-face, sont des moments privilégiés de construction du jugement. Elles permettent, pour les analystes sell-side et leurs clients de procéder à des ajustements réciproques, en termes tant de communication que de partage d'objectifs. La relative diversité en termes de pratiques effectives de gestion peut être traduite au travers de deux grandes catégories d'attentes vis-à-vis des analystes sell-side. Dans un

premier cas, l'analyste est perçu comme une aide à la prise de décision. La recommandation portée constitue l'apport essentiel de l'analyste. Dans un second cas, cet apport de l'analyste réside dans la compréhension qu'il apporte et la confrontation qu'il suscite.

3.2.2. Un relationnel marqué par des attentes de nature substantive ou procédurale

Comme il a été précédemment étudié, certains prix décernés aux analystes financiers sont fondés sur la pertinence des prévisions de bénéfice ainsi que de leur recommandation portée.

La plupart des recherches réalisées en finance et comptabilité sur les analystes financiers se centrent également plus particulièrement sur l'étude de ces indicateurs. Cet aspect est souligné par Gilson (2000), qui, au travers de l'étude qu'il réalise sur la restructuration d'UAL, met en évidence l'importance, en tant que sources d'information, des analyses écrites et des commentaires qui accompagnent ces prévisions. D'après cet auteur, la prise en compte de ces données permet de pondérer les différentes prévisions fournies au travers des consensus et de mieux les appréhender. Dans les cas de transformations des sociétés et de transactions compliquées, le faible degré informationnel des prévisions de résultats rend ces analyses qualitatives d'autant plus intéressantes.

Or, si ces dimensions sont valorisées par certains clients, les demandes adressées aux analystes prennent également d'autres formes. Les apports des analystes à leurs clients font l'objet de deux grands types d'approches, que nous qualifierons l'une de substantive, l'autre de procédurale. Dans le premier cas, il est plutôt attendu de l'analyste une recommandation considérée comme pertinente, donc une attente en « aval » dans le processus décisionnel de l'investisseur, que nous qualifierons de rôle d'aide à la prise de décision. Dans le second cas, il est attendu de l'analyste une aide plus en « amont » dans la progression de la réflexion. Le rôle de l'analyste est alors plutôt un rôle de compréhension ou de confrontation.

Cette distinction repose sur des modalités particulières d'utilisation des objets de mise en relation, le type de critères de répartition des courtages mobilisés, l'expression effective de certaines attentes ainsi que sur les éléments constitutifs de la relation.

Un rôle d'aide à la prise de décision

Certains clients attendent clairement de l'analyste sell-side la réalisation de recommandations « pertinentes ». Cette demande se rapproche de celle généralement adressée par les vendeurs.

L'importance de la pertinence de la recommandation

Ces recommandations doivent être tranchées, à l'achat ou à la vente, et étayées par des « idées » claires et concises. En réponse au critère premier de notation, une gérante d'une grande maison française met en avant l'importance première de la recommandation en arguant de ses propres obligations de performance : *« C'est la pertinence de la recommandation. C'est ce qui compte. On a tous un devoir de performance. Les gens qui*

vous ont fait faire de la contre-performance. (...), ça nous coûte trop cher, ça coûte trop cher au client. Alors, in fine, c'est nous qui achetons et qui vendons. Mais quand vous avez un analyste que vous connaissez depuis plusieurs années et qui se plante... cela fait mal, si vous suivez. L'esprit humain ne peut pas tout appréhender (...). On est obligé de s'appuyer sur les sell-side. Moi, je note les choses essentielles et à la fin de l'année on fait les comptes, et il peut y avoir des grincements de dents. » (G8).

L'importance des recommandations s'inscrivant dans les horizons des évaluations annuelles peut néanmoins se conjuguer paradoxalement avec une expression d'attentes d'horizon de moyen terme. Plus loin au cours de l'entretien, un des clients précédemment cité précise : « Si certains essaient d'avoir une vision à cinq ans, je les écoute davantage et je les note en fin d'année (...). Dépasser le court terme pour avoir une vision à au moins trois ans, et si possible cinq ans. » (G1).

Le jugement porté sur les recommandations des analystes

La recommandation de l'analyste n'est pas forcément jugée de manière péremptoire. Les erreurs de recommandation sont évaluées à l'aune de leurs origines. Il est ainsi distingué les causes exogènes des causes endogènes à l'analyste, comme l'illustre une gérante d'une grande société : « Cette année, les pétrolières ont été horribles. Le pauvre analyste pétrolier, il est mal de toute façon. Bon. Simplement, je me souviendrai : est-ce qu'il m'a conseillé des pétrolières en début d'année, est-ce qu'il m'a conseillé d'être positif sur son secteur ? Et au sein du secteur, je verrai la hiérarchie. » (G8). Le « pardon » sera accordé si l'erreur provient de la survenance d'événements macro-économiques n'entrant pas dans le champ de responsabilité de l'analyste, ou de la communication d'informations erronées de la part des directions. « La tromperie peut être du côté de l'entreprise. Elle peut être de bonne ou de mauvaise foi. L'analyste ne peut travailler qu'à partir de ce qu'il a. C'est une tromperie excusable. Ce qui est beaucoup moins excusable, c'est quand l'entreprise va vous dire : “ça va pas trop mal, mais on y va prudemment”, et que vous vous permettez de considérer que l'entreprise a tort, que vous extrapolez au-delà du raisonnable », déclare un gérant (G5).

Le pardon est ainsi essentiellement accordé selon le caractère collectif ou non de l'erreur. « Si la société l'a trompé lui, mais pas seulement lui, mais toute la place, je ne peux pas non plus lui en vouloir », explique une gérante spécialisée dans les moyennes capitalisations (G4).

L'apport des directions

Le rôle d'aide à la prise de décision comprend également l'accès aux directions, envisagé, dans ce cas, sous l'angle de « l'apport ». Les clients recourent aux analystes, et plus largement d'ailleurs aux sociétés de courtage, plutôt que de procéder à une prise de contact directe, en arguant du service logistique ainsi rendu. « C'est le sell-side qui s'occupe de tout. Au lieu de prendre le rendez-vous nous-mêmes, c'est le sell-side qui nous dit : “on a tel management, disponible pour tel jour, quelles sont vos possibilités ? ” », explique un analyste buy-side. Cette mise en relation est cependant d'autant plus valorisée qu'elle survient au moment opportun. « On va donner des points à C. car CR, le 20 mai 2006, nous a fourni un rendez-vous avec B. et que cela nous a semblé intéressant et que l'on a acheté du B. », expose laconiquement un gérant d'une société anglo-saxonne (G8).

Un rôle de compréhension et de confrontation, symbole d'un certain encastrement relationnel

Certains clients de l'analyste sell-side font appel à ses services, dans un premier temps, afin de comprendre les mécanismes de fonctionnement d'un secteur ou les particularités d'une société. Dans un second temps, les rencontres réalisées avec les analystes permettent d'échanger et de confronter des idées et des raisonnements. Un analyste peut également être apprécié à l'aune du service rendu, se traduisant par une étude particulière ou une préparation à la rencontre des directions. La pertinence de la recommandation n'apparaît plus comme l'élément principal d'évaluation de l'analyste. L'évaluation ponctuelle cède la place à une évaluation et donc à une relation qui s'inscrivent dans le temps.

Un rôle de compréhension

L'analyste est ainsi sollicité pour sa connaissance sectorielle, concrétisable par des présentations de « slide-shows ». Une analyste sell-side détaille ainsi les différents produits créés à cet effet : « *En fait, vous arrivez avec des books de présentation : un sur les raffineurs, un sur les gaziers, les pétroliers et un appelé "alphabétisation". On fait beaucoup de formation. C'est d'autant plus apprécié que le secteur est à fort contenu technique. Sur le food, à tort ou à raison, tout le monde a l'impression de tout savoir sur "pourquoi le marché du gaz est-il différent du marché du pétrole ?" Expliquez-moi.* » (G12). La compréhension des mécanismes sectoriels peut être aussi recherchée sur des aspects particuliers, comme l'illustrent les propos d'un analyste buy-side : « *Par exemple, je vais les (les analystes sell-side) faire venir pour leur demander de m'expliquer précisément comment fonctionne le marché de l'électricité en Espagne, comment sont fixés les prix.* » (BS5).

Un autre analyste sectoriel sell-side relativise pour son secteur ce type de demande en mettant en évidence une évolution vers des demandes plus centrées sur les sociétés : « *Il y a deux niveaux. Il y a une phase où le buy-side essaie d'appriivoiser le sell-side sur une vision du secteur, et après, c'est très "valeur". Il y a eu une évolution très frappante : il y a quelques années, il y avait un côté très didactique, les médias à travers les âges. Aujourd'hui, c'est "je suis la valeur X., est-ce que tu peux me parler de ça, ça..." C'est très américain, et ça tend à être bottom-up. C'est plus exigeant. Car si pour une raison x ou y, sur les dix valeurs que vous suivez, celle qui a été piquée, c'est celle sur laquelle vous vous sentez le moins à l'aise, c'est dommage...* » (AS19). Cette connaissance sectorielle est notamment fortement valorisée par les gestions value, généralement plutôt critiques sur les apports des analystes sell-side dans le cadre des moyennes capitalisations.

Une recherche de confrontation

Au-delà d'une phase de recherche de compréhension, c'est le processus d'échanges et de confrontation qui est nettement mis en avant. Ce type de processus est caractéristique de certains types de gestions, explique un analyste sell-side : « *Les hedge funds, ils mettent toutes leurs capacités, leur réflexion sur une idée. Ils vont nous dire : "ok, la provision de L. en Asie pour la fermeture, c'est quoi exactement ? Nous, on pense que c'est 15, mais c'est quoi : 15, 20, 50 ? – C'est 50". C'est vraiment ultra spécialiste. Ou : "tu as vu le management récemment, ils ont beaucoup de cash comparé à d'habitude, qu'est-ce que tu penses qu'ils vont acheter ?" Ils nous poussent dans nos retranchements (...). J'ai l'impression de faire partie de leur équipe.* » (AS6). Une gérante value

insiste également sur cet aspect de confrontation : « *On va vraiment à la rencontre des analystes. On va discuter avec eux. Pas tant sur leurs écrits. Souvent, on les chabute un peu : “ quel est le vrai biais à long terme sur cette valeur ?”* ». »

Ces échanges approfondis portent tant sur l'analyse que sur la mise en œuvre de raisonnements financiers cohérents. À une question portant sur l'étude approfondie des modèles, un analyste chevronné répond : « *Ça peut. Moi j'adore, c'est ce que je préfère. C'est plus exigeant, mais si vous êtes capable de répondre, vous vous mettez vraiment en valeur.* » (AS19). Ce dernier poursuit en insistant sur l'importance des échanges de réflexion : « *Mais le besoin de la part des clients de valider des hypothèses, des scénarios, je trouve ça chez les hedge funds et les buy-side.* »

Cette connaissance sectorielle est d'autant plus valorisée que, bien maîtrisée, elle apporte un recul et une compréhension des modèles stratégiques. Ce critère clairement retenu lors de la sélection des interlocuteurs, comme l'explique un analyste buy-side d'une société de gestion stock-picking : « *Il vient présenter tous les deux ou trois mois une analyse sur une société avec un point de vue original, avec une proposition stratégique de lecture très pertinente. Parfois, ça ne marche pas, mais il y a un vrai travail pour essayer de comprendre la société.* » Cet analyste buy-side poursuit en généralisant : « *Il y a peu de gens qui font un travail de fond, de réflexion, pour essayer d'apporter une dimension stratégique, valider ou invalider un modèle de développement. Il y a beaucoup de gens qui se contentent de faire un travail de commentaire de chiffres trimestriels. Ce qui est sans intérêt, pour moi, dans notre construction intellectuelle de gestion d'actifs. On s'en f... complètement.* » (BS5). L'analyste n'est pas recherché pour ses commentaires de résultats intra-annuels mais pour son analyse dynamique d'ensemble. L'analyste buy-side précédent poursuit : « *Pour, Cap Gemini, dans les deux heures, on va recevoir quatorze analyses avec les mêmes chiffres et les mêmes commentaires. La plupart du temps, on les a travaillé, nous, avant. Le seul intérêt, c'est si un analyste a perçu une évolution particulière dans une division (...), si lui valide son modèle.* »

L'appréhension valorisée est celle mettant en évidence un modèle stratégique et non l'adéquation à un thème conjoncturel. « *CFR, la ferraille a monté car les cours explosent, mais je ne suis pas sûre que demain, si la ferraille baisse, la valeur ne va pas baisser. Alors que le thème est d'avoir quelqu'un qui a organisé une collecte au niveau mondial des déchets de ferraille et que l'on est sur une planète qui devra récupérer ses déchets* », (G2) explique une gérante value dont l'horizon d'investissement s'inscrit dans une vision de long terme : « *Quand on investit sur une valeur moyenne, c'est impossible de rentrer en disant : “ j'investis pour gagner 10 % ”. Il y a très peu de liquidités. Vous êtes obligé pour bien investir de dire “ tiens, cette société, dans trois ans que va-t-elle donner ” ? Il faut que j'investisse avec un potentiel au moins de 50 % par rapport au cours actuel.* »

La valeur de ces échanges repose plus sur la construction et la confrontation de scénarios que sur une vision unique. Interrogés sur la valeur ajoutée d'une étude ayant fait date au sein de la communauté financière sur une valeur donnée, un gérant value, en tant que client, et l'analyste sectoriel, auteur de l'étude, répondent en ce sens : « *Ce qu'il faut, c'est être capable d'avoir des scénarios. De dire “ cela ne va pas en ce moment, mais si cela allait bien...” et un jour, cela ira. Qu'est-ce qui pourrait se passer, qu'est-ce que cela pourrait valoir, est-ce que c'est un risque raisonnable, démesuré, acceptable. Sur T., s'il se passe quelque chose sur 2007, cela vaudra 35. S'il ne se passe rien, cela vaudra 20. Quand vous dites à un gérant “ cela vaut entre 20 et 35 ”, quelqu'un de normal vous dira merci. Pour un vrai gérant, c'est utile, car cela donne l'univers des*

possibles. (...) J'aime bien la méthode des scénarios. La vie n'est pas une ligne droite. » (AS19). Cette importance des scénarios est relayée par une gérante value en tant que pratique personnelle : « On va essayer d'encadrer la valorisation avec un scénario optimiste et un scénario pessimiste. Une valorisation, c'est toujours un peu subjectif. Ça donne deux niveaux de cours et ça permet de manœuvrer un peu plus facilement dans les marchés volatiles. » (G4).

Une demande de services personnalisés, notamment de mise en relation avec les directions

Les demandes adressées aux analystes s'inscrivent très nettement dans la recherche de services personnalisés. « En tête de gondole, on a les gens de X. et Y.. Ils prennent du temps pour travailler sur des dossiers chez nous, sur des questions extrêmement spécifiques, ils prennent deux ou trois heures. (...) Ou des gens de W. qui nous appellent en nous disant "quel outil tu veux ?" », insiste un buy-side d'une société de gestion stock-picking. Une analyste buy-side d'une grosse société de gestion abonde en ce sens, en insistant également sur la question de la disponibilité : « C'est la qualité du service qui me paraît le plus important. Si on a besoin de faire un truc, une évaluation sur mesure ou l'impact du dollar, il faut que je puisse le demander à mon interlocuteur sans avoir une réponse dans trois semaines. » (BS2).

Ces demandes de services incluent notamment une mise en relation personnalisée, voire assistée, avec les directions. « Le gérant, il arrive souvent avec le texte de l'analyste. Il n'est pas rare qu'il n'ait pas le temps de préparer l'entretien et que l'analyste lui donne les questions à poser », souligne clairement un gérant d'une grande société française (G6).

Une relation de confiance

Les échanges de confrontation ont besoin, pour se développer, de s'inscrire dans des relations de confiance, reposant sur une bonne connaissance mutuelle et s'inscrivant dans la durée.

C'est grâce à la confiance suscitée que les idées pourront être avancées, échangées et les réflexions construites. Après avoir abordé la relation avec l'analyste sell-side sous l'angle du positionnement au consensus, un analyste buy-side d'une grande société française poursuit : « Et puis, c'est vrai qu'au fil du temps se nouent des relations extra-pro, pas extra-professionnelles, mais on arrive effectivement à avoir un peu plus de fit avec certains, on arrive à les challenger sur des idées : "tu n'es pas à l'achat sur telle valeur, moi je pense que ce thème est quelque chose d'important que tu as peut-être loupé, qu'est-ce qui te ferait repasser positif ?" On arrive à les challenger sur leur idée à les faire botter en touche pour comprendre ce qui les motive. C'est un jeu que l'on fait fréquemment. » (BS3).

Ce type de relation permet également au gérant de cerner ce que peut lui apporter tel ou tel analyste et en particulier de savoir discerner, selon ses besoins, l'analyste qui saura y répondre. Un gérant ancien analyste décrit le réseau d'analystes qu'il sait pouvoir mobiliser selon les compétences qu'il recherche : « Ce n'est pas facile de se faire une opinion sur les analystes car il faut bien les connaître. "X est un bon analyste mais il n'est pas très connu. Il n'a pas des titres accrocheurs. Il ne fait pas rigoler les gens." Le bon gérant, il saura identifier ce gars et s'appuyer sur lui... » (ASG1).

Le caractère personnel de ce type de relation est régulièrement avancé, à l'instar de cette analyste buy-side : « Ce n'est pas parce que je vais lire le papier de quelqu'un que je ne connais pas

qui est positif que ça va me rendre positif. Pour les sell-side, c'est une relation personnelle. J'ai identifié pour chaque sous-secteur des personnes en qui j'ai confiance. » (BS2).

Cette confiance se fonde la sincérité des analyses transmises, comme l'explique un analyste buy-side : « *Un critère important, c'est la sincérité de ses opinions (...). On peut penser qu'il va vous dire ce qu'il pense. Le fait d'avoir des relations assez bien établies, constantes et régulières, d'assez bien connaître la personne, nous permet de juger de la sincérité du discours.* » Cette sincérité englobe également la reconnaissance des erreurs. « *J'ai confiance en quelqu'un qui n'hésitera pas à me dire " je me suis trompé sur telle valeur et pour telle raison ". Au lieu d'essayer de s'en sortir par une pirouette en disant "oui on s'est trompé, mais finalement on avait raison". Et c'est très constructif de dire que tel point a été négligé et s'il n'y a pas quelque chose à revoir là-dessus* », fait remarquer un autre analyste buy-side en expliquant qu'il intègre ce point dans sa notation (BS3).

Ce caractère peut être ainsi formalisé au sein même du processus de répartition des courtages comme l'explique un gérant : « *Il y a une note qui est justement la prise en compte de la pérennité de la relation. On note la qualité, la solidité de nos intermédiaires, leur capacité à nous suivre dans la durée.* » (G8). En réponse à une question portant sur les critères de notation, un analyste buy-side d'une autre société abonde dans ce sens : « *Comment nous les choisissons ? Je peux commencer par la confiance que l'on peut leur accorder.* » (BS1). L'évaluation intègre non seulement la pérennité d'une relation mais également la création de liens plus étroits et personnels. « *Je peux très bien connaître un client depuis dix ans. On a commencé en même temps nos carrières, on est partis en voyage d'étude ensemble. Même si je ne suis pas au top sur telle ou telle société, il va quand même continuer à me noter au-dessus de ce que je vauz réellement. C'est ça qui est bien. Ce sont nos clients qui nous notent et pas une société indépendante sur des critères super simples* », expose un analyste en insistant sur l'inscription de ces relations dans des dimensions personnalisées et structurelles (AS6).

Ces relations, existant parfois depuis dix ou quinze ans, s'inscrivent dans des perspectives de moyen terme. Elles ne correspondent pas forcément à des relations instituées dans un cadre immédiatement commercial. « *Je me souviens de Y. C'est un gérant assez connu. Il faisait son opinion de gérant et allait puiser. Même si on ne travaillait pas ensemble chez J., on s'appelaient tous les trois mois pour parler une demi-heure. Y, par exemple, ira parler à Z sur le secteur des médias* », raconte un ancien analyste sell-side devenu gérant (G1). Certains analystes réputés mettent ainsi en avant les relations qu'ils peuvent avoir avec des gérants de plus petite envergure que leur société d'appartenance. L'apport de clients, faible en termes de courtage, se révèle important en termes d'appréhension du marché, comme l'explique l'un de ces analystes : « *Il y a des clients qui sont très intelligents, et, là, vous apprenez autant à discuter avec eux, qu'à vendre vos idées en tant que telles.* » (AS18).

La construction d'affinités entre analystes et gérants « débutants » sert aussi de socle pour le déroulement des carrières respectives, sur la base de besoins évoluant de concert. « *Une des manières pour un analyste encore jeune, c'est de faire des gros documents qui peuvent aider les gens qui ne connaissent pas bien les sociétés. Donc vous créez une génération d'analystes qui aident de jeunes gérants. Après, l'analyste en a marre de rédiger de gros trucs. Il préfère l'écume et l'investisseur aussi, et vous vieillissez ensemble* », préconise un ancien analyste sell-side (ASG1). Une ancienne gérante d'une grande maison devenue gérante value souligne l'importance de la création de tels liens : « *On a plus de dix ans d'expérience des marchés chacun. On a notre*

réseau en fait. On sait à quel analyste parler quand on veut s'adresser à telle valeur sur tel secteur. » (G4).

Une faible importance attachée aux recommandations

Cette posture se distingue, en effet, par la faible importance donnée à la recommandation. *« J'attache beaucoup plus d'importance à la qualité et à la sincérité des informations pour me permettre de me faire mon opinion personnelle que je puisse défendre devant les gérants. Pour moi, le moins important, c'est la recommandation qu'ils font »,* déclare un analyste buy-side d'une grande société de gestion (BS1). Le gérant d'une société anglo-saxonne est plus direct : *« La reco ? Non. On regarde la connaissance, la valorisation. Qu'ils nous envoient un truc à acheter ou à vendre, on s'en fout un peu. » (G6).*

Les raisons peuvent être multiples : la faible utilité en soi de la recommandation, les impacts des conflits d'intérêts potentiels, les biais psychologiques ou une certaine approche des rôles respectifs.

L'indifférence vis-à-vis des recommandations peut provenir de leur aspect véritablement « momentum », inadéquat au regard de certains styles de gestion. La recherche de scénarios peut ainsi conduire à valoriser une capacité à développer plusieurs orientations, plutôt qu'à en produire une qui implicitement laisse dans l'ombre certaines hypothèses. *« On ne peut pas avoir un objectif de cours dans l'absolu. Par contre, avoir une plage, je trouve ça fort utile. Là-dessus, les analystes buy-side sont plus réalistes que les vendeurs »,* explique un analyste sell-side fortement reconnu dans son métier (AS19).

Les analystes buy-side ainsi que les gérants prennent également plus ou moins implicitement en compte la question des « liens » éventuels entre l'analyste sell-side et les directions ou le corporate ainsi que son profil psychologique.

La recommandation posée sera donc plus ou moins considérée, ou corrigée, en fonction de la connaissance que le client a acquise de l'analyste considéré, explique un analyste buy-side de trente-cinq ans de métier : *« Quand on fréquente un analyste depuis longtemps, on sait qu'il est plutôt positif sur telle société ou négatif sur telle autre. On finit par connaître ses penchants, sa manière de réagir, ses affinités. Ce qui nous permet de prendre du recul par rapport à son avis.(...) On sait que tel broker est très proche de telle société.(...) On sait que tel sell-side va être optimiste sur telle société, donc il sera toujours au-dessus du consensus et s'il vient vers nous, on corrigera automatiquement en l'écoutant. » (B1).*

Un analyste buy-side, plus jeune et plus récent dans le métier, présente cette capacité de recul comme une compétence importante dans son métier : *« C'est très difficile et très important pour les sociétés de gestion d'avoir quelqu'un qui va dire " tel analyste sell-side, il est plutôt très positif, mais c'est plutôt une vision historique de sa maison ou tel analyste est plutôt négatif, mais lui connaît très bien le dossier ". » (BSG3).*

Des discordances éventuelles avec des attentes intra-organisationnelles

Ce rôle d'échanges n'est pas forcément valorisé au sein de l'organisation de courtage, comme l'explique un analyste sell-side reconnu d'une grande maison de courtage : *« Je perçois beaucoup plus de la part des clients des besoins de valider des hypothèses qu'ils pourraient formuler et finalement assez peu de recommandations, sur le thème " acheter, vendre... " (...). Chez*

nous, l'organisation du métier est encore très sacralisée autour de "c'est quoi, ta recommandation ?" Si vous avez parlé aux vendeurs, il y a encore beaucoup l'idée que c'est nous qui faisons des recommandations et que les clients suivent. Ce n'est pas la perception que j'ai. Je ne sais pas s'il y a des sell-side qui ont encore la naïveté de croire que c'est leurs recos qui font basculer le client » (AS19M). Cet analyste poursuit en pointant également la focalisation sur des objectifs de cours uniques : « Le fonctionnement interne des banques, c'est un objectif de cours. "C'est quoi, ton objectif ?" Si je passe mon objectif de V. de 30.3 à 30.9, ils m'appellent en me disant : "pourquoi t'as changé, qu'est-ce qui se passe ?" C'est lié à l'organisation interne, et puis, il y a une partie des gérants qui font beaucoup de momentum. »

Plusieurs raisons sont ainsi mises en avant pour expliquer l'inadéquation ressentie en raison d'horizons temporels différents. Cette inadéquation peut être perçue comme la résultante des impacts organisationnels des modes de gestion benchmarkée, comme l'exprime une gérante value : « De temps en temps, on arrive à trouver quelques analystes qui vont avoir des convictions très fortes sur des dossiers et seront capables d'aller au-delà de la conjoncture. Mais toute l'organisation du sell-side, toute l'organisation du contrôle des banques, qui ne peuvent avoir des analystes qui sortent trop de la norme, a tendance à gommer le structurel au profit du conjoncturel, ce qui ne correspond pas du tout à notre mode de gestion. (...) Un analyste prend de gros risques à être en opposition avec le marché. » (G5). Sont également mis en avant les contraintes inhérentes à la réalisation de courtage « On attend des analystes qu'ils soient autonomes et qu'ils s'inscrivent dans le long terme. Or, ils sont obsédés par le court terme car il y a des sociétés qui rémunèrent aux commentaires. C'est là que la séparation des commissions de recherche et d'exécution peut favoriser ».

Tableau 25 – Typologie des relations analystes/clients

Rôles	Vecteurs de la relation	Contenu	Types de relation	Attentes
Compréhension et confrontation	Rencontres directes (ou par vendeurs), Études	Importance des échanges de réflexion Peu d'attention portée à la recommandation Accès personnalisé aux directions Horizon de moyen terme	Relations interactives Très <i>intuitu personae</i>	Procédurales
Aide à la prise de décision	Rencontres surtout par vendeurs Études, consensus	Importance des recommandations Positionnement au consensus, Accès logistique aux directions Idées fortes Horizon rapproché	Relations semi-interactives	Substantives

Deux grands types de catégories de relation entre les analystes sell-side et leurs clients peuvent être détournés, l'un se fondant sur l'obtention d'un résultat, l'autre sur la réflexion mise en œuvre. Cette partition entre deux styles d'attentes ne peut être véritablement adossée à des styles de gestion. Les attentes procédurales semblent plutôt

le fait des hedge funds, des gestions value ainsi que de certains analystes buy-side de gestions plus classiques. Mais il est impossible de véritablement généraliser au sens où la posture est également intrinsèquement dépendante des individus.

Les développements précédents conduisent à la formulation de la proposition suivante :

P8 : L'importance accordée par les clients, aux recommandations formulées par l'analyste financier sell-side, est inversement proportionnelle au degré de leur encastrement relationnel.

Il peut apparaître également chez certains analystes buy-side ou gérants, des postures qui empruntent à l'une ou l'autre des approches. Des paradoxes apparaissent ainsi, parfois, notamment entre les développements afférents à l'expression des attentes à l'égard des analystes sell-side, et ceux afférents aux critères fondant leur évaluation. Ces paradoxes renvoient aux discordances existant entre une certaine approche des partages des rôles et de la division du travail afférente, confrontée à la question de la responsabilité.

Le fait de « se tromper » est à cet égard relativement emblématique et donne lieu à des développements fortement ambigus. Pour un analyste sell-side, le fait de « se tromper », renvoie à la pertinence de la recommandation, sur un horizon parfois difficilement cernable. « Se tromper » n'est pas forcément important en soi, mais il est néanmoins conseillé de ne pas « se tromper » plus d'une fois sur deux, voire plus d'une fois sur trois. Malgré une division du travail théorique en termes de segmentation de l'information analysée, les analystes tant sell-side que buy-side ont besoin, à des degrés divers, d'appréhender les déterminants de la formation du cours boursier.

3.2.3. Un questionnement sur le partage des rôles et des responsabilités respectives

Des conceptions différentes du partage des rôles

La partition entre « le fondamental » et « le marché » représente une démarcation mobilisée par les différents acteurs pour asseoir, théoriquement, le rôle de chacun. Cette frontière se révèle cependant floue, voire mouvante, non seulement comme nous l'avons étudié précédemment, entre les analystes sell-side et leurs clients, mais également entre les analystes buy-side et les gérants.

Pour les clients, l'analyste financier sell-side doit réaliser une évaluation en se fondant uniquement sur des informations relatives au secteur ou à la société. Ces analyses sont alors prises en compte par les gérants à l'aune de leur connaissance du marché. Cette répartition des rôles est ainsi décrite par un gérant, faisant également office d'analyste buy-side sur certains secteurs : *« L'analyste sell-side va chercher des réponses uniquement sectorielles ou sur la valeur. Le gérant peut avoir une réponse de marché. Sur le dernier trimestre 2004, le secteur des télécommunications a nettement surperformé. Face à cela, la réponse que peut apporter l'analyste, c'est "il y a quelques améliorations, mais on n'avait pas de réponse concrète". La réponse que peut avoir le gérant, c'est de dire "le marché, sur cette période, est en train de chercher des valeurs*

qui détachent un gros dividende ” et à cet instant précis, le secteur télécoms correspondait à ce critère. (...) Ce que l'on attend d'un bon analyste, c'est de comprendre les fondamentaux de son industrie. Ce ne sera pas forcément quelqu'un qui va anticiper la montée ou la baisse du cours de Cap Gemini car elle peut dépendre de choses complètement déconnectées des fondamentaux. Par exemple, si deux concurrents américains fusionnent, le marché va acheter sur l'idée que CG pourrait faire l'objet d'une opération (...). Typiquement, depuis six ou huit mois, on s'est aperçu que la pharmacie avait un PE de 20. Le marché applique une décote sur ces valorisations, qui étaient pourtant historiques. Ça, c'est quelque chose qui n'est pas capté par les valorisations fondamentales. » (BSG3).

L'analyste sell-side doit donc théoriquement porter une appréciation, n'intégrant ni la question de thèmes, ni celle du timing. À une question portant sur les modalités de choix des analystes, une gérante Value répond : « *La connaissance du secteur, de la société, du management. Pas tellement sur le market timing. J'estime que ce n'est pas le boulot de l'analyste. » (G4).*

Cette question du partage des rôles amène les analystes sell-side ainsi que leurs clients à poser celle du contenu de leur recommandation. Face à cette question, certains clients prennent une position claire, comme cette gérante value. « *Sur les valeurs moyennes, le rôle de l'analyste serait de faire de l'analyse fondamentale et beaucoup moins un travail de valorisation. C'est au gérant de le faire. L'analyste doit l'encadrer par une valorisation fondamentale mais pas par une valorisation liée au marché. » (G5).* Mais l'ambiguïté, en la matière, conduit à soulever la question de l'existence possible de plusieurs types de recommandations ou de la disparition de la formulation de recommandation pour les analystes sell-side. « *Certaines sociétés de courtage ont repensé leur mode de recommandation. Elles ne donnent plus de recommandation. Elles font juste des études sectorielles, analysent les forces, les faiblesses de chaque société. On en arrive à ce biais. C'est pour vous dire que la recommandation, au final, ou l'objectif du cours ne sont pas une fin en soi », explique un analyste buy-side (BSG3).*

La question de la responsabilité

Ce partage des rôles renvoie, en effet, intrinsèquement à celui des responsabilités. Quel est l'acteur qui, in fine, porte la responsabilité d'une mauvaise recommandation ? Une gérante value affirme : « *On ne sanctionnera pas un analyste qui aura tort dans sa recommandation alors que ses fondamentaux étaient justes. Nous, on pense que le timing, c'est au gérant de l'avoir. » (G4).*

Les positions sont généralement beaucoup plus ambiguës. Malgré une réflexion sur le partage des rôles, un analyste buy-side reconnaît la prise en compte dans la notation des analystes sell-side d'un critère fondé sur la justesse des recommandations : « *Si les conclusions fondamentales sont bonnes mais que sa conclusion boursière n'est pas bonne, ce n'est peut-être pas à lui de donner et le fondamental et le boursier. C'est difficile de décomposer la responsabilité de l'analyste, du gérant et même du stratégeste. (...) (concernant l'évaluation) Il y a un critère de recommandation boursière. Voilà, avant les résultats, même si je suis positif sur la valeur, je te conseille d'ajuster un peu. » (BS3).*

L'importance de la responsabilité comme élément déterminant dans le fonctionnement des sociétés de gestion est particulièrement mise en lumière par les travaux d'O'Barr et Conley (1992). Cette recherche, menée sous un angle anthropologique, souligne la manière dont est appréhendée la gestion benchmarkée. Elle permet ainsi aux acteurs de

se prémunir contre une baisse de cours liée aux marchés en se défaussant, sur ces derniers, de la responsabilité de la baisse des titres gérés. La division du travail afférente à ce type de gestion conduit à déconnecter les prises de décision des responsabilités individuelles.

Les conséquences de cette division du travail entre les décisions d'investissement et leur exécution, sont, par exemple, pointées par certains clients. « *Le gérant passait son ordre, non pas à celui avec lequel il parlait, mais à une table de négociation. Du coup, à aucun moment, le vendeur ou l'analyste ne savaient s'ils avaient convaincu. L'ordre était passé à la table de négociation et à la table, les commissions étaient allouées, non pas au conseil d'U., mais à la table de B.* », décrit le gérant d'une grande société française (G6).

Mais la question se pose également entre les tâches de conseil et de décision d'investissement, comme le souligne le gérant précédemment cité : « *Il y a aussi un travers, qui est de saucissonner les responsabilités pour que le gérant ne soit responsable de rien. Pour qu'il dise "ce n'est pas moi, c'est le buy-side qui m'a recommandé, qui m'a fait une mauvaise synthèse, ou le sell-side (...). Le buy-side est là pour enrichir une décision de gestion, pas pour s'y substituer. Dans les grandes maisons, cela avait été complètement dilué. C'est le stratège qui donnait l'orientation sectorielle et le gérant n'avait le droit que de dévier légèrement de la short-list établie par le buy-side.* » (G6).

La position de l'analyste buy-side serait théoriquement comparable à celle de l'analyste sell-side, centrée sur le « fondamental », position parfois en contradiction avec les outils de mesure de la performance. « *Le timing ne doit pas me concerner, déclare une analyste buy-side, qui poursuit cependant en riant : Mais quand même. Un petit peu (...). C'est toujours l'éternel débat. Le gérant va me dire "non, non, l'analyste fait son boulot et le gérant fait son boulot". (...). Le principe, c'est cela. Nous, on a des objectifs de cours et le gérant est responsable du timing. (...) En tout cas, pour ce qui me concerne, j'aime bien ne pas trop me tromper de timing.* » (BS2). Et ce, d'autant plus que les performances de l'analyste buy-side sont parfois évaluées au moyen de la gestion d'un portefeuille virtuel. « *Ici, nous avons mis en place un système quantitatif. En gros, si vous partez d'un portefeuille virtuel en surpondérant les titres que vous poussez et en achetant moins les titres que vous ne recommandez pas, il faut voir si, à la fin de l'année, le portefeuille virtuel a surperformé le portefeuille de marché* », développe un analyste buy-side d'une grande maison française (BS3).

Le positionnement entre les analystes buy-side et les gérants donne parfois lieu à l'expression de certaines crispations. À une question sur les différences pouvant exister entre analystes buy-side et analystes sell-side, un gérant d'une grande société anglo-saxonne répond catégoriquement : « *Un analyste sell-side est choisi, un analyste buy-side est imposé. Pour les analystes sell-side, vous n'allez prendre que les bons.* » (G7).

Deux types d'évolutions probables quant à la structuration de l'analyse sont ainsi avancés. Certains acteurs prônent le renforcement des analystes buy-side au sein des sociétés de gestion. D'autres critiquent au contraire le développement des analystes buy-side, mettant en évidence les apports des analystes sell-side.

Le partage des rôles est également abordé sous l'angle des rôles effectifs et des rôles de façades. Un gérant soulève ainsi la question délicate de l'utilité relative des rencontres entre les gérants et les directions par rapport aux rencontres réalisées par les analystes financiers. « *Il y a un gros débat : est-ce que la relation directe entre la compagnie et le gérant ne tend*

pas plutôt vers “ les bons usages ” entre investisseurs et sociétés, où la pertinence des interlocuteurs n’est pas évidente. C’est flatteur pour le PDG de dire : “ je suis allé voir mon actionnaire ”, et pour le gérant de dire : “ j’ai rencontré mon PDG ”, mais ce serait plus productif d’avoir le directeur financier face à l’analyste. Cela se fait aussi. Mais c’est le jeu de pouvoir. Les coïncidences de niveaux hiérarchiques. Mais même s’ils sont sous-optimaux, sous l’angle théorique ils ont peu de chances d’être remplacés. » (G6).

3.2.4. Une co-construction des jugements, diversement déclinée

La recherche réalisée nous conduit à poser l’hypothèse d’une co-construction des jugements entre les analystes sell-side et leurs clients. Cette co-construction s’établit à des degrés plus ou moins prononcés. Un premier niveau correspond à des flux interactifs d’échanges d’informations, un second niveau à la mise en œuvre de mécanismes de construction d’une réflexion commune.

Des flux interactifs d’échanges d’informations

À un premier stade, elle se caractérise par des flux interactifs d’échanges d’informations, en opposition à une démarche linéaire et à sens unique articulant sociétés, analystes sell-side, analystes buy-side et gérants. Cette recherche étudie plus particulièrement les relations entre l’analyste et ses clients. Mais les interactions peuvent s’établir de manière très étendues incluant de multiples retours entre l’analyste sell-side, ses clients, les sociétés couvertes, comme l’illustre un jeune analyste sectoriel, relativement jeune dans le métier : « Lorsque je dis à mon client : “ il faut acheter du L. ”, il va me répondre : “ non, je ne suis pas d’accord ” (...). On est en demi-cycle, ou ils ont fait une c..., ou il faut qu’ils donnent des preuves, qu’ils rachètent leurs actions. Je vais parler à tous mes clients comme cela et après je repars à la société et je leur dis : “ est-ce que vous avez prévu de racheter vos actions ? ” Ce n’est pas prévu ? C’est pourtant ce que le marché attend. C’est donc une interaction entre nous, qui proposons des idées, les autres et les boîtes ». (AS6).

L’importance du réseau est soulignée par un analyste réputé : « Après, la différence entre un bon analyste et un analyste médiocre, c’est d’abord la passion (...), et après, c’est le réseau. Vous avez les vendeurs (...). Après, c’est les clients. Après, c’est les sociétés. Et puis, en permanence, vous mettez en balance ce que disent les uns et ce que disent les autres. » (AS18)

Le responsable d’un bureau d’analyse aura recours à cette expression imagée un peu provocatrice : « Moi, je prends beaucoup plus d’idées en parlant avec les gérants que je ne leur en apporte. Donc ça se rebrasse, c’est la marée, le flux et le reflux. » (AS5E). Mais si les analystes sell-side ont besoin d’échanges avec les analystes buy-side et les gérants pour « sentir le marché », en retour leurs clients expriment les mêmes objectifs. « Le sell-side peut nous apporter une connaissance, mais nous, on a beaucoup sur la société. Mais surtout, ce dont nous avons besoin, c’est aussi qu’ils nous donnent la teneur de la psychologie des réunions auxquelles ils assistent, quand ils voient d’autres gens que nous. Si vous prenez S., la vente de sa branche morte. Ce n’est pas les analystes qui vont nous dire si c’est une bonne ou une mauvaise opération. On le sait. Mais c’est intéressant de savoir que tous les one-to-one sont centrés là-dessus », expose spontanément un gérant d’une grande société anglo-saxonne. Cette assertion corrobore les conclusions de la recherche initiée par Barker (1998), mettant en évidence le fait que l’apport des

analystes aux gérants de fonds résident moins dans leur fonction de pourvoyeurs d'informations que dans le besoin de tester leurs propres informations et d'avoir une « mesure des croyances partagées par le marché ».

Ces développements conduisent à modifier la représentation des flux d'informations entourant l'analyste sell-side en mettant en évidence « les remontées du marché ».

Figure 22 – Rappel : les flux d'informations, écrites et orales, centrés autour de l'analyste sell-side (Version n°1)

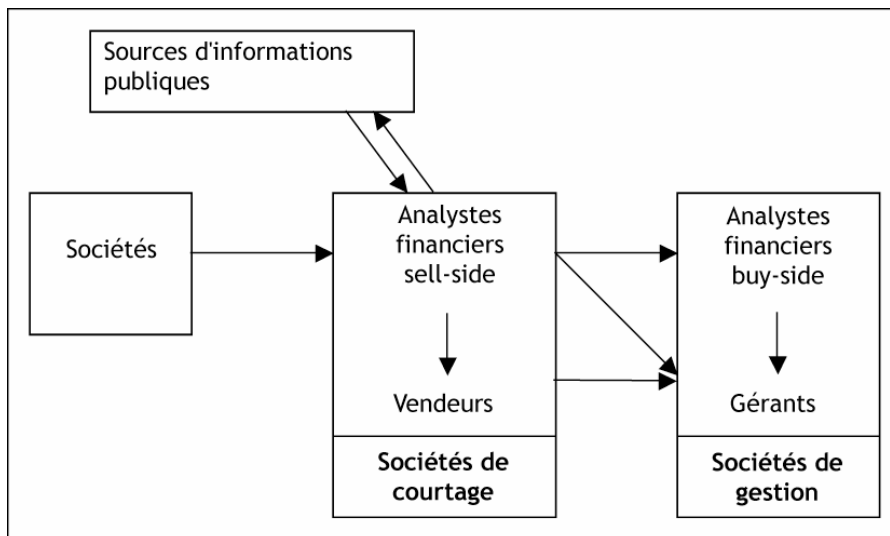
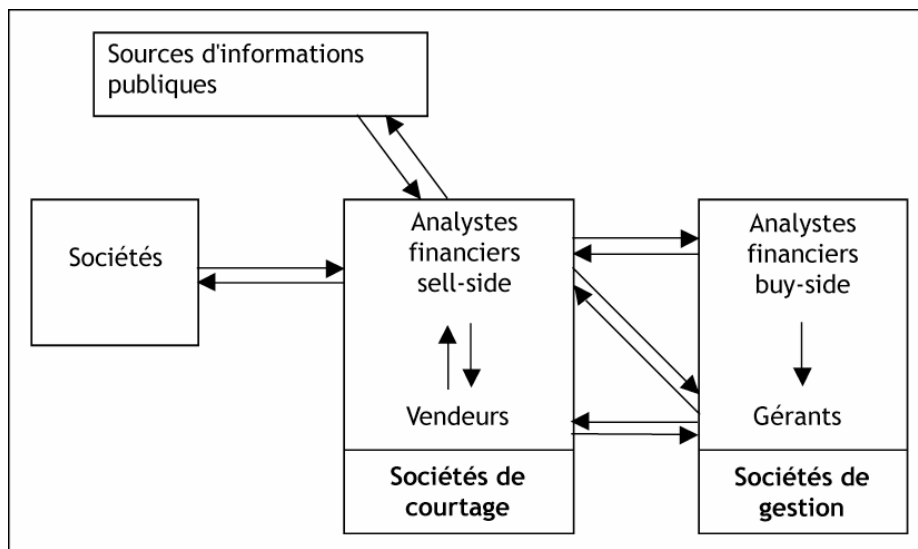


Figure 23 – Les flux d'informations, écrites et orales, centrés autour de l'analyste sell-side (Version n°2)



Des échanges d'interprétation et de réflexions

À un degré supérieur, la co-construction évolue d'une conception très balistique des échanges d'informations pour intégrer une approche conjuguant échanges d'interprétations et réflexions.

L'existence de relations d'influences réciproques entre les directions et les analystes, plutôt qu'un contrôle de la part de ces derniers, a été mise en exergue par Mottis et Zarlowski (2003). Ces relations, qualifiées de « confiance mutuelle de haut niveau », s'établissent entre les directions et un groupe restreint d'analystes. Elles se traduisent par un « guidage » des prévisions des analystes par les responsables des relations investisseurs au travers d'un processus itératif. Pour ces derniers, l'enjeu est d'éviter la publication fortement sanctionnée de « profits warnings » et pour les analystes, de disposer de prévisions les plus fiables possible en raison du mode d'évaluation auquel ils sont soumis. Par ailleurs, les analystes permettent également aux directions d'accéder à des informations stratégiques sur le secteur et les concurrents. L'imbrication des mécanismes de réflexion entre gérants et vendeurs a été mise clairement en évidence par Ortiz (2005), dans le cadre d'une étude anthropologique réalisée au sein d'une société de courtage américaine. Les relations entre gérants et vendeurs se fondent ainsi sur « la façon de penser » et plus encore sur « une construction commune de manière de réfléchir ensemble ».

Ces processus de co-construction apparaissent également entre les analystes financiers et leurs clients. De manière générale, les analystes soulignent la diminution du temps consacré à un processus de recherche en tant que tel, en raison de l'importance croissante du temps consacré à des actions commerciales. Ce changement d'affectation du temps entraîne des changements dans la manière de raisonner, comme le décrit un analyste sell-side reconnu : « *Je passe deux mois et demi par an à l'étranger. L'année dernière, j'ai pu faire 320 one-to-one ou présentations à des clients individuels. Quand vous êtes sur la route, vous courez comme un petit lapin (...). Il faudrait mettre un cierge pour les analystes qui ont encore des idées. En même temps, mon expérience, c'est que c'est souvent dans les voyages, les rendez-vous que vous formalisez vos idées. Ce n'est pas comme l'écriture automatique, mais quand vous argumentez et contre-argumentez. Ça m'est arrivé de développer des idées car je devais répondre à quelqu'un qui n'était pas d'accord avec moi.* » (AS19).

Cette construction de la réflexion en interaction avec son entourage est également mise en exergue par les clients. Le gérant d'une grande maison française, tout en distinguant les apports respectifs de l'analyste sell-side aux analystes buy-side d'une part, et aux gérants d'autre part, souligne cette proximité : *Le buy-side, il va travailler main dans la main avec le sell-side pour décortiquer les comptes. Nous, on est là pour avoir une sensibilité court, moyen, long terme pour évaluer la stratégie et le sentiment du management. C'est cette connaissance intime de la société, plus humaine, plus stratégique, que l'on recherche chez le sell-side car il a la proximité avec le management.* » (G6).

Conclusion

Les développements précédents ont essayé de mettre l'accent sur des dimensions peu approfondies de la formation du jugement des analystes financiers sell-side. Ils ont également essayé d'apporter des pistes de réponses aux questions et perspectives soulevées à l'issue du premier chapitre de la première partie.

L'analyse des modalités de réduction de la complexité confirme l'importance des informations qualitatives et met en évidence deux modalités de prise en compte, une quantification via les primes de risque ou une intégration lors de la formulation de la recommandation. Elle illustre également la manière dont les analystes pallient l'incomplétude de certaines connaissances académiques et créent leurs propres règles d'évaluation.

Si nombre de recherches ont étudié les pressions auxquelles pouvaient être soumis les analystes sell-side, d'autres difficultés, telles que le positionnement entre le fondamental et le boursier, avaient été peu appréhendées. L'analyse de l'information semble ainsi plus relever de l'interprétation que du traitement. Une partie du sens de l'information est, institutionnellement donnée, à l'analyste. Mais ce dernier doit, au quotidien, rechercher auprès des autres acteurs du marché une autre partie, sans cesse mouvante.

La formulation du jugement intègre ainsi deux dimensions principales : une modélisation qualitative et quantitative ainsi qu'une analyse dynamique de la formation de cours boursier. Cette intégration s'opère par des interactions constantes entre ces deux dimensions, destinées à cerner le sens donné par le marché, l'intégration ou non d'une information donnée par les autres acteurs, les modalités d'ajustement d'une perspective individuelle avec celle du marché. Elle conduit à des postures d'analystes différentes, mêlant la réaction et l'anticipation, « le commentaire de résultats » ou une modélisation plus poussée, l'adaptation ou la confrontation.

La connaissance du marché apparaît ainsi fondamentale à l'analyste financier sell-side pour l'exercice de son métier. Cette connaissance emprunte des voies diverses, dont la plus incontournable se révèle être les « conversations » échangées dans le cadre de relations personnalisées établies avec les clients ainsi que lors de relations commerciales. L'analyste y recueille une meilleure connaissance de la formation du jugement du marché, en adéquation avec celle de ses clients. Selon la physionomie de la relation, l'analyste apporte des outils d'aide à la prise de décision ou de compréhension et de confrontation. Cette dernière configuration peut ainsi déboucher vers une formation du jugement co-construite.

La formation du jugement de l'analyste apparaît ainsi fortement liée à la perception, par les analystes buy-side et les gérants, des rôles et des responsabilités respectifs. Cette conclusion aboutit ainsi à la question paradoxale de savoir si le rôle de l'analyste est bien d'émettre des recommandations.

Synthèse et conclusion de la seconde partie

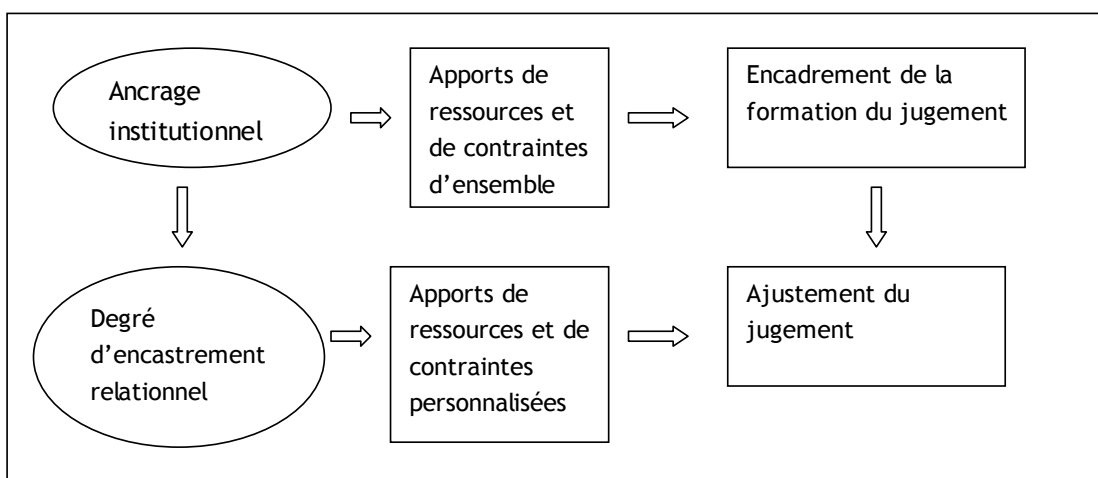
Cette partie avait donc vocation à proposer un processus de formation du jugement de l'analyste financier sell-side intégrant son inscription sociale. Par la mobilisation de nouveaux angles d'approche théoriques, nous avons également cherché à répondre à des interrogations relatives à des éléments particuliers de ce processus.

La formation du jugement de l'analyste financier sell-side peut être étudiée en articulant l'ancrage institutionnel, qui conduit à encadrer la formation du jugement, avec des modalités d'encastrement relationnel, qui permettent d'ajuster la formation du jugement.

L'ancrage institutionnel, porteur notamment des principes de gestion benchmarkée, apporte ainsi des ressources cognitives à l'ensemble des analystes, en termes de délimitation de son travail, d'accès aux informations, de sens à donner à ces informations... Si cet ancrage apparaît très prégnant pour les analystes couvrant les grandes capitalisations, il transparaît également, dans une moindre mesure, pour les analystes couvrant les moyennes capitalisations. Mais cet ancrage apporte également des contraintes, liées notamment aux différences d'orientations véhiculées ainsi qu'à leur incomplétude. L'une de ces principales contraintes transparaît dans la nécessaire réconciliation de la valeur fondamentale avec l'évolution d'un cours boursier beaucoup plus volatile.

L'encastrement relationnel permet alors à l'analyste d'ajuster la formation de son jugement, en raison de la connaissance du marché qu'il apporte. Il permet également à l'analyste, dans un contexte de questionnement sur les « dérives » des gestions benchmarkées et de réapparition de modes de gestions actives, de s'adapter aux demandes de ses clients.

Figure 24 – La formation du jugement : processus d'articulation de l'ancrage institutionnel et de l'encastrement relationnel



L'articulation des deux niveaux mériterait d'être approfondie. L'encastrement relationnel apparaît, dans cette approche, comme une modalité « d'adaptation » ou de « déclinaison » de l'ancrage institutionnel. L'articulation pourrait être étudiée dans un sens inverse, en s'interrogeant, via le passage d'un encastrement relationnel à un encastrement réticulaire, sur l'apport des phénomènes de réseaux à des processus d'institutionnalisation impulsés par les analystes financiers.

Ce cadre d'analyse apporte cependant des pistes de réponses à certaines interrogations, issues de la revue de littérature, présentées en première partie. Cette recherche souligne notamment, lors du processus de réduction de la complexité, les orientations institutionnelles apportées en termes d'interprétation des informations, l'importance des informations qualitatives telles que l'évaluation des dirigeants, les modalités circonstanciées de mise en œuvre de savoirs académiques, en particulier pour l'appréciation des risques et sa matérialisation, ainsi que les différentes postures adoptées lors de l'articulation des processus d'évaluation avec la formulation des recommandations.

L'importance de l'accès aux modalités d'intégration et d'interprétation de l'information réalisées par les autres acteurs apparaît comme un élément incontournable dans la formation de leur jugement.

Cette recherche apporte également des pistes de réflexion sur la manière dont s'opère l'interaction cognitive entre l'analyste et ses clients en termes d'attentes, d'échanges, de positionnements respectifs.

Conclusion générale

Cette recherche a essayé de contribuer à l'étude de la question de la formation du jugement de l'analyste financier sell-side, en intégrant la dimension de son inscription sociale.

Dans cette conclusion générale, nous proposons une mise en perspective en exposant les contributions de cette recherche, en termes d'apports théoriques et empiriques, ses limites, ainsi que des pistes de prolongements ultérieurs.

Les contributions de cette recherche

L'intérêt principal de cette recherche réside dans l'analyse, en tant que telle, de la formation du jugement des analystes sell-side, qui s'inscrit dans une démarche interprétative, mise en œuvre de manière qualitative. Les recherches antérieures ont généralement appréhendé, de manière très approfondie, certains aspects particuliers du processus de formation du jugement, comme l'utilisation d'informations comptables, la question de l'adoption de comportements mimétiques, les impacts des éventuels conflits d'intérêts, à l'aide de méthodes de recherche *in vitro* ou fondées sur l'utilisation de bases de données.

L'objectif était de dresser un portrait nuancé des pratiques des analystes, en essayant de comprendre et de faire émerger les problématiques auxquelles ils se retrouvent confrontés.

Cette recherche a ainsi essayé d'enrichir les débats d'ordres théorique et empirique, en proposant un modèle d'analyse de la formation du jugement ainsi qu'une analyse plus approfondie de certains aspects de ce processus. Le regard plus sociologique qui a été porté a permis d'étudier certains points clés, et parfois tabous, comme l'utilisation du consensus des analystes ou l'importance de l'évaluation des dirigeants. Il a également permis de mettre en exergue des dimensions peu étudiées jusqu'alors, comme l'importance des échanges oraux entre les différents acteurs du marché ou l'intégration d'une nécessaire analyse en dynamique des cours boursiers. Certains de ces approfondissements conduisent à la formulation de propositions de recherche. Cette recherche apporte aussi une petite contribution à la question d'actualité relative à l'indépendance des analystes financiers sell-side.

Apports théoriques : proposition d'un modèle d'analyse de la formation du jugement

La revue de littérature tente de réaliser une synthèse des recherches effectuées, sur ce sujet, en finance orthodoxe, en finance comportementale ainsi qu'en comptabilité. Les perspectives apportées par l'économie des conventions à l'étude des marchés financiers permettent de structurer ces recherches selon leur appréhension du futur, en mettant en évidence deux grands processus de formation du jugement.

En contexte de risque, la formation du jugement de l'analyste financier est conçue comme un processus intrapsychique et probabilisable. L'analyste financier traite l'information, de manière biaisée, eu égard au modèle de référence bayésien, afin de s'approcher d'une valeur fondamentale définie ex ante. Les interactions avec les autres acteurs sont appréhendées de manière plutôt négative. Dans le cas des conflits d'intérêts, elles sont considérées comme des interférences. Dans le cas des comportements mimétiques, si elles peuvent être rationnellement explicables, leur généralisation risque d'obérer le fonctionnement des marchés financiers.

Les perspectives théoriques apportées à l'étude des marchés financiers par l'économie des conventions démontrent, au contraire, qu'en situation d'incertitude, la formation du jugement de l'analyste n'est pas probabilisable. L'analyste financier interprète l'information et contribue à définir une valeur fondamentale qui se révèle ex post, émergeant des interactions entre acteurs.

La structuration selon l'appréhension du futur permet de construire une progression dans la manière dont le jugement de l'analyste financier a été étudié, en l'inscrivant progressivement dans son contexte social.

La dimension de l'inscription sociale sert alors de point de départ pour la mise en œuvre de la méthode de recherche de la Théorie enracinée (« Grounded Theory »), destinée à donner la parole aux analystes financiers sell-side. Les processus d'induction se sont progressivement enrichis des processus de déduction, fondés sur la mobilisation de la théorie sociologique néo-institutionnelle et des recherches en sociologie économique.

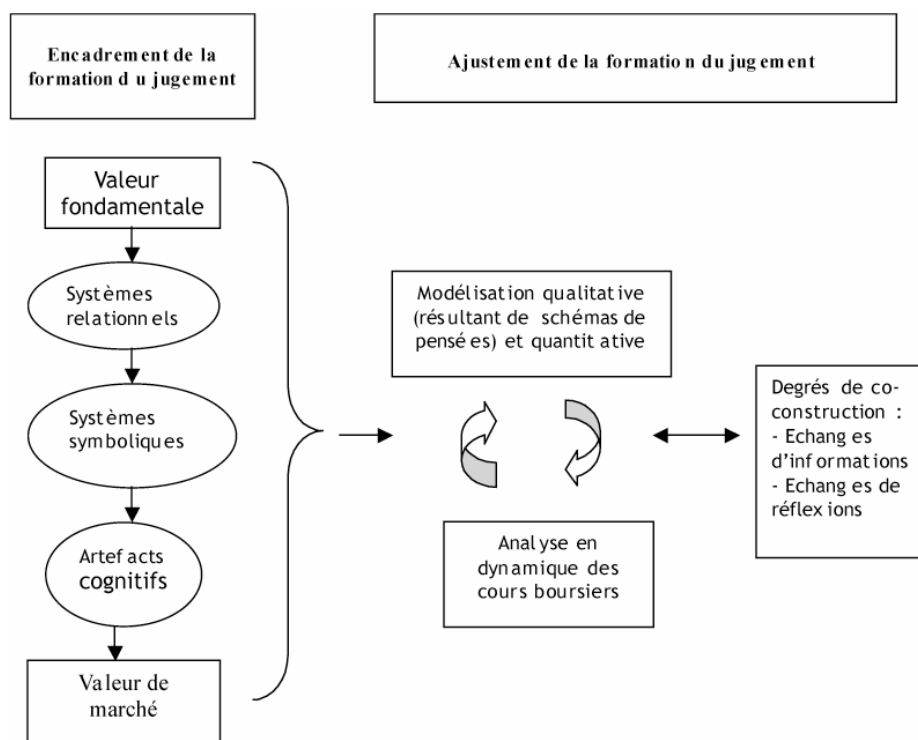
Cette recherche propose un modèle d'analyse de la formation du jugement en tant que pratique institutionnellement encadrée et localement ajustée, notamment, en fonction des relations mises en place par l'analyste financier. Cette approche permet de saisir des dimensions structurelles tout en essayant également de mettre en valeur la diversité des pratiques.

La mise en évidence de l'importance des institutions cognitives et normatives en tant qu'encadrement de formation du jugement s'appuie sur la typologie établie par Scott (2001) des différents vecteurs de diffusion. L'étude de ces vecteurs permet ainsi d'analyser le travail de l'analyste en intégrant diverses dimensions, comme l'organisation des sociétés de courtage, la structuration des liens avec les sociétés clientes ou l'utilisation d'artefacts cognitifs (Norman, 1993), tels que les indices ou le consensus des analystes.

L'inscription de cette étude au niveau d'un « champ organisationnel » permet d'analyser la manière dont l'analyste financier sell-side est amené à devoir comprendre les modes de raisonnement des autres acteurs, en particulier des autres analystes sell-side, et à devoir interagir cognitivement avec les vendeurs, les analystes buy-side et les gérants. Cette étude se fonde essentiellement sur une approche des institutions en tant qu'« état », tout en relevant les capacités de réflexivité des analystes financiers.

L'approche de la formation du jugement sous un angle « d'ajustement » permet de partir du point de vue de l'acteur, confronté, dans sa pratique quotidienne, au fait de devoir mettre opérationnellement en œuvre des méthodes théoriques en se créant ses propres règles, de devoir pallier l'incomplétude des orientations institutionnelles et de réconcilier leurs éventuelles divergences. Cette approche permet ainsi de mettre en exergue *une conception de la formation du jugement de l'analyste sell-side fondée sur un processus d'interactions entre une modélisation, tant qualitative que quantitative, et une analyse en dynamique des cours boursiers*. Cette conception induit une nécessaire connaissance des modalités d'intégration des informations par le marché. À ce titre, les relations établies avec les clients apparaissent comme des modalités constitutives de la formation du jugement. Selon les degrés d'encastrement relationnel, cette formation présente des éléments de « co-construction » du jugement entre les analystes financiers sell-side et leurs clients, qui se déclinent de l'échange d'information à des échanges d'interprétations et de réflexions.

Figure 25- Proposition d'une approche de la formation du jugement de l'analyste financier sell-side



Apports théoriques relatifs à certaines phases du processus

Certaines phases du processus de formation du jugement sont plus particulièrement analysées, relatives à la nature et à l'origine des informations utilisées, aux processus mis en œuvre, aux rôles des analystes financiers et à leur positionnement vis-à-vis des autres acteurs. Des propositions de recherche sont à ce titre formulées.

Si la nature et l'origine des informations utilisées ont donné lieu à de nombreuses recherches, peu d'entre elles ont mis en évidence l'importance, pour les analystes financiers sell-side, de cet « accès au marché ». Cet accès leur assure des retours sur leur propre analyse, mais, surtout, leur permet de saisir les préoccupations des autres acteurs. Cette connaissance du marché leur est en effet indispensable pour réaliser une analyse en dynamique du cours boursier, intégrant la saisie du sens donné aux informations, le moment où ces informations ont des chances d'être prises en compte, ainsi que les thèmes donnant lieu à une focalisation de la part des investisseurs. Les données collectées nous permettent ainsi de faire la proposition suivante :

P6 : La formation du jugement des analystes financiers sell-side prend en compte les modalités d'intégration des informations par le marché financier.

La référence au marché dans le processus de sélection et d'analyse des informations apparaît, à un premier niveau, entre les informations intégrables et celles qui ne le sont pas, et, à un second niveau, entre les informations intégrées ou non intégrées.

Cette connaissance du marché s'opère, dans un premier temps, par une certaine lecture du « consensus des analystes ». Cet artefact cognitif s'inscrit en tant que tel dans le fonctionnement cognitif de l'intermédiation financière, au sens où l'analyste financier sell-side doit être capable de se situer par rapport à lui et d'expliquer le positionnement des autres analystes. À ce titre, il est possible de formuler les propositions suivantes :

P4a : Les analystes financiers sell-side doivent connaître les attentes des autres analystes, synthétisées dans le « consensus des analystes financiers ».

P4b : Les analystes financiers sell-side doivent justifier leur position vis-à-vis du « consensus des analystes financiers ».

P4c : Plus un analyste financier sell-side se positionne loin du « consensus des analystes financiers », plus il doit justifier sa position.

Il est intéressant de constater que cet outil, utilisé comme source de données par de très nombreuses recherches, donne lieu, de la part des analystes, à une lecture à plusieurs niveaux. Ces derniers, soulignant les jeux d'acteurs que cet outil induit, insistent en effet

sur l'importance du décryptage du consensus. Mais la connaissance du marché s'acquiert principalement au travers des relations tissées avec les clients, élément important dans la formation du jugement. Cette dimension est soulignée par les propositions de recherche ci-dessous :

P7a : Les relations avec les investisseurs permettent à l'analyste financier sell-side d'obtenir des retours sur son analyse.

P7b : Les relations avec les investisseurs permettent à l'analyste financier sell-side d'obtenir des informations complémentaires sur les sociétés.

P7c : Les relations avec les investisseurs permettent à l'analyste financier sell-side de saisir les traductions boursières.

P7d : Les relations avec les investisseurs permettent à l'analyste financier sell-side de saisir les anticipations du marché.

Cette recherche conduit, par ailleurs, à confirmer l'importance de l'évaluation des directions d'entreprises, primordiale dans le cas des petites et moyennes capitalisations, mais également fortement présente pour les grandes capitalisations.

P5 : Les analystes financiers sell-side intègrent, dans la formation de leur jugement, une évaluation des dirigeants.

En termes de processus mis en œuvre, cette recherche apporte des éléments ou confirme les résultats de certaines recherches antérieures, notamment celles de Barker (1998, 1999) sur la manière dont les informations sont interprétées et intégrées ainsi que sur les circonstances d'élaboration du jugement et l'importance des enjeux relationnels.

L'interprétation des informations est fonction de l'orientation donnée par la modélisation qualitative, fortement influencée par le secteur d'appartenance des sociétés couvertes. Il est formulé, à cet égard, la proposition de recherche selon laquelle :

P2 : Le jugement porté par les analystes financiers sur les sociétés est structuré par des schémas de pensée (« *frame* ») propres au secteur d'appartenance de la société.

L'appréhension, par les analystes financiers, des informations extra-financières ou du changement de référentiel comptable met ainsi en exergue ces processus de catégorisation et d'interprétation. La question de la prise en compte par les analystes de telles ou telles informations nécessite de s'interroger sur le sens donné à ces informations, eu égard aux structures d'analyses mobilisées. Les jugements portés sur le

changement de réglementation comptable mettent par ailleurs en évidence l'étrange paradoxe d'une relative désaffection, qu'il conviendrait, bien évidemment d'approfondir par des recherches complémentaires.

Les entretiens réalisés permettent ainsi de faire la proposition suivante :

P3 : Le changement de référentiel comptable ne modifie pas la perception, par les analystes financiers sell-side, du contenu informationnel des données comptables.

L'intégration des informations qualitatives s'opère à deux niveaux. Ces informations peuvent être prises en compte dans un raisonnement quantitatif, lors de la mesure du risque, ou directement dans la recommandation. L'articulation entre les prévisions chiffrées, l'élaboration du cours cible et la recommandation n'est donc pas forcément directe ou linéaire.

Cette recherche met également l'accent sur la manière dont des systèmes relationnels, de nature institutionnelle, ont été mis en place, qui conduisent à resserrer les liens professionnels entre les analystes financiers sell-side et les vendeurs et à structurer les échanges avec les clients. Cette évolution, vécue comme « une descente vers le marché » s'est accompagnée d'un renforcement des obligations commerciales.

P1a : La diffusion des principes de gestion benchmarkée conduit à une structuration organisationnelle similaire entre les sociétés de gestion et les sociétés de courtage.

P1b: Cette structuration détermine les modalités relationnelles entre les analystes financiers sell-side et leurs clients.

Le développement des road-shows et des temps « off » afférents, avec les clients, mais également avec les directions d'entreprises, s'est conjugué aux entretiens réalisés en « one-to-one », augmentant ces temps d'échanges qualifiables de « privés ». Ces temps forts d'interaction sont reconnus comme essentiels dans la formation du jugement de l'analyste sell-side, tant par les analystes eux-mêmes que par les investisseurs. Leur importance est liée aux opérations de compréhension et de confrontation, dont ils sont porteurs, mais également « aux sentiments » du marché qu'ils permettent d'appréhender. C'est ainsi à l'aune de ces échanges que sont notamment évalués les apports des analystes sell-side.

Ces apports, dans leur dimension purement cognitive, varient selon les caractéristiques des clients, leur horizon temporel, leur mode de gestion. Mais ils dépassent généralement la seule réalisation de prévisions de bénéfices ainsi que la formulation de recommandations. La minoration, par certains investisseurs, du rôle des analystes en termes de formulation de recommandation, conduit d'ailleurs à soulever la question

paradoxe de savoir, dans quelles mesures, le rôle des analystes serait d'émettre des recommandations.

P8 : L'importance accordée, par les clients, aux recommandations formulées par l'analyste financier sell-side, est inversement proportionnelle au degré de leur encastrement relationnel.

On ne peut, par ailleurs, manquer de s'interroger sur la place des road-shows dans les critères d'évaluation des analystes financiers, l'importance qu'ils revêtent pour ces derniers ; ainsi que sur leurs modalités d'attribution par les directions d'entreprises. Cette dimension empirique, qui touche aux modes de structuration de l'intermédiation financière, est également alimentée par les questions ayant trait à l'indépendance de l'analyste financier sell-side.

La question de l'indépendance des analystes financiers sell-side

La question de l'indépendance des analystes sell-side n'était pas l'objet de cette recherche. L'étude de la formation de leur jugement apporte cependant inmanquablement quelques éléments de réflexion sur les débats afférents et les dispositifs susceptibles d'être mis en œuvre.

Cette question ouvre un premier débat sur les structures organisationnelles susceptibles d'accueillir la recherche financière. Assistera-t-on à un renforcement des analystes buy-side ou au développement d'analystes sell-side indépendants ? Les entretiens réalisés montrent que le débat est loin d'être tranché. Si certains investisseurs soutiennent le renforcement des équipes de recherche au sein des sociétés de gestion, d'autres, au contraire, critiquant la recherche réalisée en interne, soulignent les apports des analystes sell-side et revendiquent un accès direct à ces derniers.

Mais l'interrogation essentielle porte sur les conditions d'existence de structures juridiques indépendantes, permettant d'affranchir les analystes financiers sell-side des interventions potentielles de l'actionnariat des maisons de courtage sur le marché primaire, ainsi que de considérations liées au volume de courtage. La question de la rémunération apparaît comme un point crucial, et ce, d'autant que les critères d'appréciation, comme le montre cette recherche, se révèlent très divers.

Cette solution conduirait également à séparer les analystes des vendeurs, qui représentent leur première source de « remontées » du marché. Elle nécessiterait donc de « réinventer » de nouvelles modalités organisationnelles d'accès à ce dernier.

Les limites de cette recherche

Cette recherche présente des limites, d'ordre, à la fois, méthodologique pour les trois premières, et théorique pour la quatrième.

Une première limite a trait à la méthode employée, qui se fonde presque exclusivement sur des entretiens. Une triangulation effectuée au travers de la lecture d'études réalisées par les analystes et celle d'articles de la presse professionnelle a permis d'apporter une certaine prise de recul. Mais il est certain que les pistes de réflexion qui ont émergé des préoccupations des acteurs demanderaient à être approfondies et confirmées. C'est dans ce sens qu'ont été rédigées des propositions destinées à être testées.

Le recours à des études de cas a été initié, tout en demeurant très ciblé. Une analyse approfondie de situations emblématiques qui auraient permis, de manière plus saillante, d'approfondir les phénomènes de catégorisation n'a pu être menée à bien en raison de résistances rencontrées sur le terrain auprès des responsables investisseurs contactés. De la même manière, il n'a pas été possible d'étudier de véritables mises en correspondance entre certains analystes buy-side ou certains gérants et leur « noyau » d'analystes sell-side, qui auraient sans doute permis d'approfondir cette dimension relationnelle.

Une seconde limite peut être adressée au regard du champ embrassé. La richesse des entretiens réalisés rend parfois d'autant plus difficile la sélection à opérer dans les différents thèmes émergents. Notre souci a plutôt été d'essayer de structurer cette richesse et d'en conserver le maximum de dimensions. A contrario, certains aspects appellent des approfondissements complémentaires.

La capacité de la modélisation proposée à s'adapter dans le temps et dans l'espace demeure en question et constitue une troisième limite. Notre recherche s'est attachée à étudier les analystes et les gérants intervenant sur les marchés financiers de l'Hexagone. Elle a, par ailleurs, été effectuée sur une période temporelle, de 2004 à 2007, qui intègre les ressentis liés aux phases baissières et haussières des marchés financiers. Son adaptation, à d'autres contextes nationaux ou à d'autres évolutions des conditions d'environnement, demanderait à être étudiée.

Une quatrième limite, d'ordre théorique, est relative à l'articulation de la seconde partie. Le premier chapitre traite des phénomènes institutionnels, le second, du comportement des acteurs. L'articulation de ces deux types d'approches pourrait plus approfondie par une étude des mécanismes d'institutionnalisation (Lawrence et Suddaby, 2005), par la mobilisation de la théorie de la structuration (Scott, 2004) ou de l'analyse structurale (Scott, 2004 ; Huaut, 2004). Ces orientations constituent ainsi des pistes ultérieures de recherche.

Les perspectives ultérieures de recherche

Différentes orientations peuvent être envisagées comme l'approfondissement de thèmes étudiés dans cette recherche selon des orientations ciblées : l'étude des relations entre les analystes financiers sell-side et les directions d'entreprises, l'élargissement à l'étude du jugement d'autres acteurs.

Un premier axe concerne donc l'approfondissement de thèmes, abordés par cette recherche sous certains aspects, en les considérant comme des objets de recherche en tant que tels. L'appréhension des changements de normalisation comptable ou des informations « extra-financières » a été analysée à titre d'illustration saillante des processus de catégorisation et d'interprétation. Les raisons afférentes à leur prise en compte peuvent être éclairées par une étude plus approfondie des représentations sous-jacentes, sous forme d'étude de cas de sociétés, pour ce qui concerne les normes comptables, ou sous forme d'études comparées entre différentes catégories d'acteurs, analystes ISR versus analystes traditionnels. Les représentations afférentes à la question de l'évaluation des dirigeants constituent également une piste de recherche.

Cette orientation s'inscrit dans le cadre plus large des relations entre les analystes financiers sell-side et les directions d'entreprise, qui constituent un deuxième axe de recherches potentielles. Malgré une orientation sur les relations entre les analystes financiers sell-side et les investisseurs, cette recherche aborde, de manière fragmentée, de nombreux points ayant trait à cette question, tant en ce qui concerne l'évaluation des dirigeants que l'importance des road-shows et des échanges « off », du « pilotage » du consensus, de la construction des représentations. Ces travaux s'inscriraient dans la continuité de ceux déjà entrepris par Mottis et Zarlowski (2003).

Un troisième axe porte sur l'élargissement de cette analyse à d'autres acteurs, par une analyse comparée entre la formation du jugement de l'analyste financier sell-side, celle de l'expert du comité d'entreprise et celle du commissaire aux comptes. La situation de l'analyste financier sell-side se distingue par des modalités de restitution publique, tant de sa position que de son cheminement, même si, comme le montre cette recherche, la restitution « privée » constitue une part importante de son travail. L'expert du comité d'entreprise et le commissaire aux comptes sont, en revanche, soumis à des obligations de confidentialité, diversement déclinées, qui leur ouvrent, en contrepartie, des droits d'investigation étendus. Par ailleurs, la formation du jugement s'opère différemment selon que l'on effectue des opérations de certification, de diagnostic ou d'évaluation.

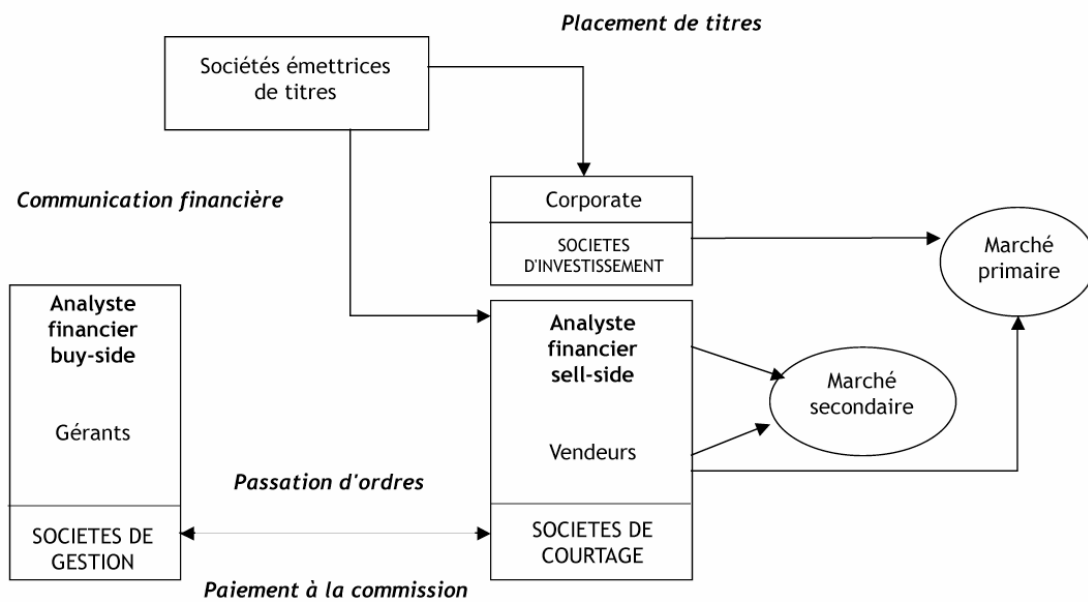
Néanmoins, la pratique de ces trois acteurs peut s'inscrire dans les mêmes perspectives que celles qui constituent le socle de notre recherche, l'articulation d'un encadrement institutionnel et d'ajustements locaux, de nature relationnelle.

Annexes et bibliographie



Annexes

Annexe n°1 – L'environnement de l'analyste financier sell-side



Annexe n°2 – Lettres de demande d’entretien adressées aux analystes financiers sell-side

Première vague d’entretiens

Isabelle CHAMBOST
CNAM
40, rue des Jeûneurs
75 002 PARIS
isabelle.chambost@cnam.fr

Paris, le 1^{er} septembre 2004

À l’attention de Madame, Monsieur,
Société

Objet : Demande d’entretien

Madame, Monsieur,

Enseignante-chercheur au Conservatoire national des arts et métiers, je réalise actuellement une recherche, à dominante qualitative et interprétative, sur la formation du jugement porté par les analystes financiers sur les sociétés étudiées. Cette recherche se déroule dans le cadre d’un doctorat sous la direction du professeur Christian Hoarau.

Dans le cadre d’une première phase exploratoire, je souhaiterais pouvoir vous rencontrer afin d’échanger sur ce thème et bénéficier de votre expérience et de votre réflexion à ce sujet. L’entretien devrait durer environ une heure et demie.

Cette discussion et son utilisation ultérieure rempliraient les conditions d’anonymat et de confidentialité requises. Par ailleurs, si vous le souhaitez, un compte rendu écrit de l’entretien vous sera remis, et vous serez tenu au courant des phases ultérieures de cette recherche. Je me tiens à votre disposition pour toute demande de précisions complémentaires.

En vous remerciant de l’attention que vous voudrez bien porter à ma demande, je vous prie d’agréer, Madame, Monsieur, mes sincères salutations.

Deuxième vague d'entretiens

Isabelle CHAMBOST
CNAM
40, rue des Jeûneurs
75 002 PARIS
isabelle.chambost@cnam.fr

Paris, le 10 juillet 2006

À l'attention de Madame, Monsieur

Objet : Demande d'entretien

Madame, Monsieur

Enseignante-chercheur au Conservatoire national des arts et métiers, je réalise actuellement une recherche, à dominante qualitative et interprétative, sur la formation du jugement porté par les analystes financiers sur les sociétés étudiées. Cette recherche se déroule dans le cadre d'un doctorat sous la direction du professeur Christian Hoarau.

Une première phase exploratoire a été réalisée fin 2004-début 2005, au cours de laquelle j'ai rencontré vingt-cinq analystes, sell-side et buy-side ainsi que des gérants. Au cours de cette deuxième phase, je souhaiterais pouvoir approfondir certains thèmes en bénéficiant de votre expérience et de votre réflexion à ce sujet.

L'entretien devrait durer environ une heure et demie.

Cette discussion et son utilisation ultérieure rempliraient les conditions d'anonymat et de confidentialité requises. Par ailleurs, si vous le souhaitez, un compte rendu écrit de l'entretien vous sera remis et vous serez tenu au courant des phases ultérieures de cette recherche. Je me tiens à votre disposition pour toute demande de précisions complémentaires.

En vous remerciant de l'attention que vous voudrez bien porter à ma demande, je vous prie d'agréer, Madame, Monsieur, mes sincères salutations.

Entretiens de validation

Isabelle CHAMBOST
CNAM
40, rue des Jeûneurs
75 002 PARIS
isabelle.chambost@cnam.fr

Paris, le 27 août 2007

À l'attention de Madame, Monsieur
Société

Objet : Proposition de communication de résultats

Madame, Monsieur,

En ..., vous m'aviez donné l'occasion de vous rencontrer dans le cadre de mon travail doctoral sur « la formation du jugement des analystes financiers sell-side ».

Ce travail étant en passe d'aboutir, je me permets de reprendre contact avec vous, pour le cas où vous seriez intéressé par un échange sur mes conclusions. Si vous le désirez, je pourrais également vous communiquer ma thèse, une fois cette dernière finalisée, ou des articles ultérieurs.

En vous remerciant, je vous prie d'agréer, Madame, Monsieur, mes sincères salutations.

Annexe n°3 – Exemple de définition d'unité d'analyse de codage

COMPTE RENDU ENTRETIEN Analyste sell-side n° 12, société n° L Date : 09/11/2004	In vivo 1	In vivo 2	In vivo 3	Axial/ sélectif
<p>IC : En quoi consiste votre métier ?</p> <p>AS12 : Il consiste <u>théoriquement</u> et historiquement à prévoir les résultats des compagnies en partant du postulat que le marché va s'en servir comme base pour faire varier les cours. L'hypothèse sous-jacente étant que si les résultats sont bons, les cours vont suivre. Ça, c'est la théorie. <u>La pratique</u>, elle, est la même au fil du temps. Elle consiste à se rendre compte qu'il y a beaucoup d'autres éléments qui jouent, qui vont d'éléments de thématiques de marchés puisqu'on apprend au fil du temps que l'objectif de cours, les recommandations que l'on est censé donner doivent être en relatif par rapport au marché. Donc là, vous avez une autre dimension qui entre en jeu et qui dépasse très largement la société suivie, son positionnement sectoriel : est-ce que votre secteur va sur ou sous-performer et, à partir de là, comment les sociétés X ou Y se positionnent au sein du secteur ? Donc, vous avez déjà un suivi d'analyste. Et vous avez l'autre versant de l'analyse que l'on apprend au fil du temps et parfois un peu durement, qui est l'anticipation du marché. À quel moment le marché anticipe les résultats ou les retournements, positifs ou négatifs des dites sociétés ? Sachant que cette anticipation peut être de l'ordre de 6 à 9 mois. Parfois, avant même que vous en ayez totalement retransmis le contenu dans vos comptes et dans vos prévisions. Donc, c'est un métier où la prévision est un élément essentiel, qu'elle soit positive ou négative. Ce qui est important, c'est la gestion du timing de cette prévision, et après, la traduction boursière de cette anticipation. L'exemple que je donne toujours est qu'une faillite est, en général, un signal d'achat en Bourse car qui dit faillite dit que ça peut être racheté, tomber en dessous d'une fair value... On doit..., il faut pouvoir être <u>schizophrène</u>. Un très beau résultat peut être parfaitement anticipé par le marché et à ce moment-là ne rien apporter à la réussite boursière de votre société. Donc, si l'analyste considère que trouver le bon BPA c'est son métier, il sera systématiquement à contretemps et il pourra être un très bon analyste comptable et un très mauvais analyste boursier. Pour avoir des juniors dans l'équipe et les former, l'acquisition de la maîtrise des comptes est une chose, l'acquisition du sens boursier en est vraiment une autre. Vraiment une autre. On peut avoir des folklores comptables, des gens plus ou moins - on va dire - bons en comptabilité, qui peuvent être de très bons boursiers. Et inversement, des gens très réglés dans leurs comptes, des nickel chrome qui sont de très mauvais boursiers.</p>	Schémas	Interpinfo	Integinfo march	Coupl/ decoupl Cours dyn
	Sect			catsoc
	Diff/necess			
	anticip	Interpinfo	Integinfo march	Cours dyn
	Tradbours	Timinginfo Interpinfo	Integinfo march	Cours Dyn
	Infointeg	timinginfo	integinfo march	Cours dyn
	Diff			Cours dyn

Annexe n°4 – Dictionnaire des codes

Codage sélectif	Construction systèmes relationnels (<i>sysrel</i>)	
Codage axial	Codage in vivo par niveaux	Phénomène
Dictature gestion benchmarkée (<i>dictGB</i>)	Prééminence / dans les années 1990 (<i>prée90s</i>)	
	Mesure performance (<i>mesperf</i>)	
	Marché haussier (<i>marchhaus</i>)	
Similarité de la division du travail (=divW)	Séparation similaire des tâches (<i>septache=</i>)	
		Gestion (<i>gest</i>)
		Courtage (<i>court</i>)
	Définition des rôles en miroir (<i>defrolemiroir</i>)	
		Sell-side (<i>SS</i>)
		Buy-side (<i>BS</i>)
Structuration des relations horizontales (<i>structrelhor</i>)	Définition des relations des sell-side (<i>defrelSS</i>)	
		Avec spécialistes : BS (<i>speBS</i>)
		avec généralistes : gérants (<i>geneger</i>)
	Relations cloisonnées (<i>relcloiso</i>)	
	<i>(officiellement/officieusement) (offiell/officieu)</i>	
Similarité des relations verticales (<i>structrelvert</i>)	Interpénétration fondamental et marché (<i>interpéfondamarch</i>)	
		Relations SS/vendeurs (<i>relSSvend</i>)
		Relations BS/gérants (<i>relBSger</i>)
	Descente vers le marché (<i>descmarch</i>)	
		Sell-side (<i>SS</i>)
		Buy-side (<i>BS</i>)
Codage sélectif	Construction systèmes symboliques (<i>sysymb</i>)	
Codage axial	Codage in vivo par niveaux	Phénomène
Catégorisation sociétés (<i>catsoc</i>)	Critères de couverture (<i>critcov</i>)	
		Indiciel (<i>indice</i>)
		Liquidité (<i>liq</i>)
		Capitalisation (<i>capi</i>)
		Secteur (<i>sect</i>)
		Préférence nationale (<i>natio</i>)
	Catégorisation sectorielle (<i>catgosect</i>)	
		Forte pour les grandes capitalisations (<i>Fgdecapi</i>)
		Recherchée pour moyennes capitalisations (<i>rechK</i>)
		Recherche de comparaison (<i>compa</i>)
		Recommandation relative (<i>recorel</i>)
		Repères (<i>repères</i>)

		Analyse sectorielle statique (anastat)	Comment
		Perception indicateurs chiffrés (percepquanti)	Comment
		Dimension affective (dimaffec)	Pourquoi
		Perception du marché (percepmark)	Pourquoi
		Définition indicateurs (defindic)	Comment
		Selon secteurs (sect)	Comment
		Selon directions (dir)	Comment
		Focalisation sur ces indicateurs (focaindic)	Conséquences
		Analyse dynamique (anadym)	Comment
		Analyse des drivers (driver)	Comment
		Réalisation prévision (realprev)	Comment
		Anticiper évolution (anticipevolu)	Comment
Catégorisation informations (catinfo)		Sélection nécessaire (selecneccessinfo)	Pourquoi
		Pléthore d'informations (tropinfo)	Pourquoi
		<i>Plus ou moins implicite (selecimpli)</i>	Propriété
		Intégrables ou non (infointégra)	Comment
		Extra-financière (extrafin)	Quoi
		Non financières (nonfin)	Quoi
Extra-financière (thème)		Intégration segmentée (inteinfoseg)	Comment
		Intégration généralisée (inteinfoгене)	Comment
		Nécessité normalisation indicateurs (necessnormindic)	Conditions
		Hétérogénéité des indicateurs (héreindic)	Pourquoi
		Effet marketing (mark)	Pourquoi
		<i>Scepticisme des analystes (septi)</i>	Propriété
		Traduction financière (tradfin)	Condition
		Produits de placement (prodplac)	Comment
		Quantification financière (quantifin)	Comment
		Grande difficulté (diff)	Propriété
		Risques (risq)	Propriété
		Opportunités (opport)	Propriété
		Traduction qualitative (tradquali)	Comment
		Décote (decote)	Comment
		Problèmes de perception (pbpercep)	Condition
		Opposition (oppo)	Pourquoi
		Divergence d'horizon temporel (hortempodiv)	Pourquoi
		Multiplicité perceptions (multi-percep)	Pourquoi

Changement de référentiel comptable	Perte de repères (perterep)		Conséquences	
		Trop d'informations (tropinfo)	Pourquoi	
		Manque de lisibilité (manquelis)	Pourquoi	
		Rupture historique (rupture)	Pourquoi	
		Dépendance vis-à-vis des sociétés (depsoc)	Pourquoi	
		Subjectivité des choix (subjchoix)	Pourquoi	
		Absence de communication (abscocom)	Pourquoi	
		Augmentation de la volatilité des comptes (augvolacptes)	Pourquoi	
		Pas de changement effectif (paschang)	Conséquences	
		Changement de curseur (changcurseur)	Pourquoi	
		Apports ponctuels d'informations (apportinfo)	Pourquoi	
		Historique court analystes sell-side (faible histo)	Pourquoi	
		Relativité de l'apport informationnel (infocomptapeuimp)	Pourquoi	
	Codage sélectif	Consensus : un artefact cognitif (consartcogni)		
Codage axial	Codage in vivo par niveaux			
Outil d'information, d'interprétation, d'anticipation (consoutil)	<i>Recours variable (recoursivar)</i>		<i>Dimension</i>	
		<i>Important grandes capi (impgcdapi)</i>	<i>Dimension</i>	
		<i>Plus difficile petites capi (diffk)</i>	<i>Dimension</i>	
		Outil information (outilinfo)	Quoi	
		Manque de moyens financiers (manqmoyfin)	Pourquoi	
		Faible ancienneté (faibleanc)	Pourquoi	
		Nouvelle couverture (nellecouv)	Pourquoi	
		Manque de temps (manqtemps)	Pourquoi	
		Sociétés non couvertes (socnoncouv)	Pourquoi	
		Outil d'interprétation (outilinter)	Quoi	
		Informations intégrées par les autres analystes (infointégrées)	Quoi	
		Outil d'anticipation (outilanticip)	Quoi	
		Attentes des autres analystes (attentesana)	Quoi	
		Sentiment du marché (sentimarch)	Quoi	
		Signal d'alerte (alerte)	Quoi	
		À tout moment (toutmoment)	Quand	
		Au moment des publications (publi)	Quand	
		Décryptage (decrypt)	Comment	
		Poids hétérogènes des analystes (poidshétéro)	Pourquoi	
	Référence obligatoire (refobli)	Demande des autres acteurs (demande)		Pourquoi
			Demande systématique vendeurs (demvend)	Pourquoi
			Utilisation par les gérants (utiger)	Pourquoi

	Obligation de connaissance (obliconnaiss)		Pourquoi
		Connaître sa position au consensus (connaipositio)	Pourquoi
		Identifier les raisons des écarts au consensus (raisonsecartsconsens)	Pourquoi
Norme (<i>norme</i>)	Gestion de l'écart au consensus (gestecart)		Comment
		<i>Obligatoire</i>	<i>Propriété</i>
	Gestion statique (geststatique)		Comment
		Aspect rassurant faible écart (fecartress)	Conséquences
		Aspect risqué fort écart (Fecartrisq)	Conséquences
		Devoir s'affranchir	Conséquences
		Devoir se justifier	Conséquences
		Conséquences importantes (cqimp)	Pourquoi
		Star (star)	Conséquences
		Descente aux enfers (enfers)	Conséquences
	Gestion dynamique (gestdyn)		Comment
		Savoir devancer (savdev)	Comment
		Être le premier (premier)	Comment
	Possibilités d'influence (influence)		Comment
		Market moover (markmoov)	Conditions
		Grandes maisons (gdesmaison)	Conditions
Jeux d'acteurs (<i>jxact</i>)	Pilotage du consensus (piloconsens)		Comment
	Utilisation passive (utipass)		Comment
		Source d'explication	Pourquoi
	Utilisation active (utiact)		Comment
		<i>Officielle/officieuse</i> (offi)	<i>Propriétés</i>
		Guidage qualitatif (guidage)	Comment
		Calage du consensus (calageconsens)	Conséquences
		Arrivée publications (publi)	Quand
	Réflexivité (reflex)		Pourquoi
	Utilisation propre du consensus (utiproprie)		Comment
		Se backer (back)	Pourquoi
	Décryptage (decryp)		Pourquoi
		Autoréférence du consensus (autorefconsens)	Pourquoi
		Second degré (seconddeg)	Pourquoi

			Officiel / officieux (consoffi)	Pourquoi
			Information différentes (infodiff)	Pourquoi
			Informations hors consensus (infohorscons)	Pourquoi
Codage sélectif	Couplages/découplages (coupldecoup)			
Codage axial Réduction de la complexité (redcompl)	Codage in vivo par niveaux			Phénomène
	Interprétation des chiffres (interpchiff)			Comment
	Importance de l'évaluation des dirigeants (evaludir)			Comment
		<i>Plus forte mid caps (FK)</i>		<i>Propriétés / Dimensions</i>
		<i>Dirigeants charismatiques grandes capi (charisbigcap)</i>		<i>Propriétés</i>
		Porteur de l'avenir des sociétés (avenir)		Pourquoi
		Somme des prises de décision (sommedecision)		Pourquoi
		Honnêteté (honncomm)		Quoi
		Maîtrise de la situation (maitsitua)		Quoi
	Modalités d'intégration de l'évaluation des dirigeants (integevalu)			Comment
		<i>Caractère tabou (tabou)</i>		<i>Propriétés</i>
		<i>Pratique généralisée (general)</i>		<i>Propriétés</i>
		Par quantification par le risque (quantirisq)		Comment
			Dans prime de risque (prime)	Comment
			Décote/surcote (decote)	Comment
		Incluse dans recommandation (qualireco)		Comment
	Articulation valorisation et recommandation (valo/reco)			Conséquences
		Couplage indirect (couplindi)		Comment
		Détermination recommandation		Pourquoi
			Intégration information qualitative (integinfoquali)	Comment
			Intégration du psychologique (integpsy)	Comment
			Intégration dynamique boursière (integdynabour)	Comment
	Incomplétude méthodes quantitatives (incomplmethodo)			Pourquoi
		Utilisation plurielle (utiplurielle)		Comment
		Multiples : apport de repères / marché (multiplerepères)		Pourquoi
			Comparaison temporelle (compatempo)	Comment
			Comparaison concurrents (compaconcu)	Comment
			Anticipation évolutions (anticipevalu)	Conséquences
			Objectif (obj)	Conséquences
			Précautions d'utilisation (precausage)	Comment
		DCF : outil de maïeutique (maïeudcf)		Pourquoi
		<i>Sensibilité aux hypothèses (sensihyp)</i>	<i>Propriétés</i>	

		Règles propres de définition du bêta (règle beta)	Conséquences
		Problème d'application de la méthode théorique (pbappli)	Pourquoi
		Importance de la cohérence financière (coherencefin)	Comment
		Intégration contenu qualitatif (integquali)	Comment
		Preuve de cohérence (preuvecohé)	Pourquoi
		Adaptabilité (adapta)	Pourquoi
		Impératifs de réactivité (impreact)	Pourquoi
		Pression du morning meeting (pressionMM)	Pourquoi
		Raccourcissement horizon prévisions (horizcourt)	Conséquences
Analyse en dynamique des cours boursier (coursdyn)		Volatilité des cours (volacours)	Pourquoi
		<i>Structurelle pour les mid caps</i> (structuK)	<i>Propriétés/Dimensions</i>
		<i>Conjoncturelle / périodes intra-annuelles</i> (conjonc)	<i>Propriétés/Dimensions</i>
		<i>En forte augmentation toutes capitalisations confondues</i> (augm)	<i>Propriétés</i>
		Problèmes d'ajustement (pbajust)	Conséquences
		Analyse de l'intégration des informations par le marché (integinfomarche)	Quoi
		<i>Nécessaire</i> (necess)	<i>Propriétés</i>
		<i>Difficile</i> (diff)	<i>Propriétés</i>
		Interprétation de l'information (interpinfo)	Comment
		Traduction boursière (tradbours)	Quoi
		Fonction des anticipations (anticip)	Quoi
		Schémas (schémas)	
		Focalisation (focal)	
		Timing de l'information (timinginfo)	Quoi
		Déclenchement (catalyste) (catalyste)	Comment
		Importance du momentum (momentum)	Pourquoi
		Information intégrée ou pas (info integ)	Quoi
		Révisions permanentes des scénarios (revscé)	Conséquences
		Tri de l'information en fonction du marché (triinfomarch)	Quoi
		Adaptation en amont (adaptamont)	Conséquences
		Repérage des thèmes (repthèmes)	Comment
		Marché prêt ou pas (marchéprêt)	
		Sociétés mises en avant ou pas (socmisesavant)	Conséquences

	Gestion d'écart au marché (gestioncartsmarch)	Comment
	<i>Durée variable de l'écart (durvar)</i>	<i>Propriété</i>
	<i>Selon analystes (fctanay)</i>	<i>Dimension</i>
	<i>Selon organisation d'appartenance (fctorga)</i>	<i>Dimension</i>
	Confrontation (confront)	Comment
	Nécessité d'assurer (necessassu)	Conditions
	Ajustement (ajust)	Comment
	Pression des vendeurs (pressvend)	Pourquoi
	Norme organisationnelle (normorga)	Pourquoi
	Le marché a raison (marchraison)	Pourquoi
	Dichotomie prix et valeur (prix/val)	Quoi
	Caractère théorique de la valeur (valthéo)	Pourquoi
	Tour d'ivoire (tour d'ivoire)	Pourquoi
	Évolution temporelle (evolutempo)	Pourquoi
	Double recommandation (doublereco)	Conséquences
	Postures de l'analyste (postures)	Comment
	Degré de recul temporel et économique (recultempoeco)	Comment
	Faible : Commentaire de résultat (fcomres)	Quoi
	Fort : Modèle économique (Fmodèle)	Quoi
	Degré de prise de risque (priserisq)	Comment
	Faible : Réaction aux cours (freactcours)	Quoi
	Fort : Anticipation (Fanticip)	Quoi
Codage sélectif	Recherche de dispositifs d'appréhension du marché (dispoapprémarch)	
Codage axial	Codage in vivo par niveaux	Phénomène
Difficulté d'appréhension (diffapréh)	Définitions diverses du marché (defmarch)	Quoi
	Investisseurs (inv)	Quoi
	Interactions mouvantes (interac)	Quoi
	Les autres acteurs (lesautres)	Quoi
	Pouvoir sur le marché (pouvoir)	Quoi
	Modalités de connaissance du marché (conmarch)	Quoi
	Analyse chartiste (chart)	Comment
	Recours peu reconnu (confi)	<i>Propriétés</i>
	Recours ponctuel (ponctuel)	<i>Propriétés</i>
	Intégration de nouvelles (integnelle)	Pourquoi
	Retournement très court terme (retournCT)	Pourquoi
	Demande du client (ddeclt)	Pourquoi

		Relations autres analystes (<i>relana</i>)	Comment
		Compréhension mutuelle (<i>compré</i>)	Propriétés
		Forte concurrence (<i>forteconcu</i>)	Propriétés
		Dégradation dans le temps (<i>degrad</i>)	Propriétés
		Amitiés circonscrites (<i>amcircons</i>)	Propriétés
		Validation analyse (<i>validana</i>)	Pourquoi
		Questions posées (<i>questions</i>)	Pourquoi
		Rôle d'intermédiaire des vendeurs (<i>vendinterm</i>)	Comment
		Proximité primordiale (<i>proxiprim</i>)	Propriété
		Démultiplication (<i>demulti</i>)	Pourquoi
		Remontée d'informations (<i>reminfo</i>)	Pourquoi
		Retours du marché (<i>retourmarch</i>)	Pourquoi
		Accès au client (<i>accèsclt</i>)	Pourquoi
		Importance de la réflexion (<i>impreflex</i>)	Pourquoi
		Source d'informations « off » (<i>infooff</i>)	Pourquoi
		Savoir ce qui plaît au marché (<i>opimarch</i>)	Pourquoi
Modes de gestion hétérogènes et instables (<i>gesthétéro</i>)	Remise en cause gestions benchmarkées (<i>remisecauseGB</i>)		Pourquoi
		Obligation de suivre le marché (<i>oblisuiivremarch</i>)	Pourquoi
		Incertitude (<i>incert</i>)	Pourquoi
		Recession (<i>recess</i>)	Pourquoi
		Échec réorganisations (<i>echecreorga</i>)	Pourquoi
	Horizons temporels (<i>horiztempo</i>)		Pourquoi
		Multiplés (<i>multi</i>)	Propriétés
		Difficiles à cerner (<i>diffcerner</i>)	Propriétés
	Réapparition gestions actives (<i>gestacti</i>)		Pourquoi
		Hedge funds (HF)	Pourquoi
		Travail approfondi (<i>Wapro</i>)	Pourquoi
		Augmentation de leur demande (<i>augdde</i>)	Pourquoi
		Stock picker (SP)	Pourquoi
Codage sélectif	Ajustement selon encastrement relationnel (<i>ajustencrel</i>)		
Codage axial	Codage in vivo par niveaux		Phénomène
Dispositifs de construction sociale de la relation analystes/clients (<i>constrsocreISSclt</i>)	Particularité du modèle économique (<i>partmodeco</i>)		
		Absence de facturation de la recherche (<i>absfactu</i>)	Pourquoi
		Jamais facturée par brokers (<i>jamfact</i>)	Propriété
		Disparition bureaux indépendants (<i>dispaïnd</i>)	Conséquences

			Directement supportée par l'actionnaire (suppactio)	Pourquoi
			La recherche en tant que coût (rechcoût)	Conséquences
			Ajustement de l'analyse au volume de courtage (ajustcourt)	Conséquences
			Dérives liées aux conflits d'intérêts (derconflint)	Conséquences
Construction de dispositifs externes d'évaluation (constdispoextevalu)				
			Dispositifs de jugement (disposjug)	Comment
			Dispositifs d'efficacité (dispoeff)	Quoi
			Mesure quantitative (mesquanti)	Quoi
			<i>Fortement critiqués</i> (critiq)	<i>Propriété</i>
			Inadapté pour les analystes (inadapana)	Pourquoi
			Suspicion (suspi)	Pourquoi
			Ne reflète pas demandes des clients (nonclient)	Pourquoi
			Utilisation en interne (utinterne)	Pourquoi
			Dispositifs de notoriété (disponoto)	Quoi
			<i>Importants</i> (imp)	<i>Propriétés</i>
			<i>Suspicion des analystes</i> (suspi)	<i>Propriétés</i>
			Vote par les investisseurs (voteinv)	Quoi
			Non équitable entre maisons (nonequi)	Conséquences
			Impact commercial (marketing)	Conséquences
			Marché secondaire (march2ndaire)	Conséquences
			Marché primaire (marchprim)	Conséquences
			<i>Critiqué par les gérants</i> (critiger)	<i>Propriété</i>
			Inutilité (inuti)	Pourquoi
			Objet de promotion du média (promomedia)	Pourquoi
			Dispositifs de récompense (disporecomp)	Comment
			Notes données par les clients (notesclt)	Quoi
			Répartition du courtage (repartcourt)	Pourquoi
			Réduction du nombre de brokers (reducnbbork)	Conséquences

			Base de rémunération (baseremu)	Conséquences
			Critères (critères)	Quoi
			<i>Divers (div)</i>	<i>Propriétés</i>
			<i>Plus ou moins confidentiels (confi)</i>	<i>Propriétés</i>
			Nb de road-shows (nbRS)	Quoi
			Nb d'appels (nbappel)	Quoi
			Services rendus (servrend)	Quoi
			Connaissance sectorielle (conaissecto)	Quoi
			Postures tridimensionnelles (posturetridim)	Conséquences
			<i>Difficiles à concilier (diffconci)</i>	<i>Propriétés</i>
			<i>Variables selon les époques (varepoq)</i>	<i>Propriétés</i>
			Connaissances sectorielles (conaissecto)	Quoi
			Aptitude à vendre son analyse (commercial)	Quoi
			Faire gagner de l'argent (argent)	Pourquoi
			Savoir être percutant (percu)	Comment
			Connaissance du marché (connaissmarch)	Quoi
			Market moover (markmoov)	Quoi
			Bonne recommandation (reco)	Quoi
			<i>Paradoxaux (paradox)</i>	<i>Propriétés</i>
			Savoir se remettre en cause (remiscaus)	Quoi
			Tenir ses convictions (convic)	Quoi
			Vecteurs de mise en relation (vectrel)	Quoi
			Personnes : Vendeurs (vendeur)	Quoi
			<i>Incontournables (incontour)</i>	<i>Propriétés</i>
			Entretient les relations (entretienrel)	Pourquoi
			Action personnalisée (actperso)	Pourquoi
			Compréhension des attentes (compréatt)	Comment
			Rôle de filtre (filtre)	Pourquoi
			<i>Durée de la relation (duréerel)</i>	<i>Propriété</i>
			Transmission (transm)	Quoi
			Absence d'avis personnel (absavisperso)	Quoi
			Concision du message de l'analyste (messconcis)	Conséquences
			Objets : Etudes (objetud)	Quoi
			Rôle d'alerte (alerte)	Pourquoi

			<i>Contenu général (contgen)</i>	<i>Propriétés</i>
			Tri important (triimp)	Comment
			Lors de changement de recommandation (changreco)	Quand
			Importance de l'angle d'attaque (impdébut)	Quoi
			<i>Sous contrôle</i>	<i>Propriétés</i>
			Conflits d'intérêts	Pourquoi
			Intrinsèque à l'écrit	Pourquoi
			Objet : consensus (objconsens)	
			Position au consensus (positiocons)	Comment
			Structuration concentrique des relations (relconcent)	Conséquences
			Degré de proximité (prox)	Comment
			Degré de régularité de la relation (regurel)	Comment
			Nombre plus ou moins grand d'analystes (nbana)	Comment
Interactions cognitives (intercogni)			« Behind closed doors » (behcloosdoors)	Comment
			Enjeux des conversations (conversa)	Pourquoi
			Réalisation de road-shows (RS)	Comment
			Connaissance des interlocuteurs (connaissinterlo)	Pourquoi
			<i>Pratique généralisée (pratgeneral)</i>	<i>Propriétés</i>
			<i>Intégrée dans la notation (integnotation)</i>	<i>Propriétés</i>
			Conflits avec recommandation (conflitreco)	Conséquences
			<i>Variables selon directions (varseldir)</i>	<i>Propriétés</i>
			Cercles vicieux (cerclevic)	Conséquences
			Importance des moments « off » (impoff)	Quoi
			Présence variable de l'analyste (presanavar)	Quoi
			Selon gérant (selger)	Conditions
			Peur de la diffusion (peurdiff)	Pourquoi
			Construction d'une proximité (constrproxi)	Pourquoi
			Nature du relationnel (naturerelatio)	Quoi
			Attentes substantives (attentessubst)	Quoi
			Aide à la décision (aidedecision)	Pourquoi
			Pertinence de la recommandation (pertireco)	Quoi
			<i>Grande importance (gdeimp)</i>	<i>Propriétés</i>
			Sanction différentes selon les causes (sanctionselcause)	Quoi

					Endogènes (endo)	Quoi
					Exogènes (exo)	Quoi
		Apport de directions (apportdir)				Pourquoi
	Attentes procédurales (attentesprocé)					Quoi
	Compréhension (compré)					Quoi
			Fonctionnement sectoriel (fonctiosecto)			Quoi
			Didactique (didact)			Quoi
			Approfondissement (appro)			Quoi
	Confrontation (confront)					Quoi
			Pousser dans les retranchements (retranch)			Quoi
			Vision à long terme (visionLT)			Quoi
			Questionnement des modèles (questiomodèles)			Quoi
			Validité du modèle (validmodèles)			Quoi
			Refus du commentaire de chiffres (refuscomchiffres)			Quoi
			Proposition de scénarios (proposcénario)			Quoi
	Services personnalisés (servperso)					Quoi
			Préparation entretiens directions (prepaentdir)			Quoi
			Questionnement approfondi (questioappro)			Quoi
			Evaluation sur mesure (surmesure)			Quoi
	Relation de confiance (relconf)					Quoi
			<i>Important (imp)</i>			<i>Propriété</i>
			« Fit » (fit)			Quoi
			Relation personnelle (relperso)			Quoi
			Sincérité (sincérité)			Quoi
			Reconnaître ses erreurs (reconerreur)			Quoi
			Construction dans le temps (consttemps)			Quoi
			Fondement de l'évaluation (fondevalu)			Conséquences
			Absence parfois de liens commerciaux (abslienscom)			Quoi
			Construction d'un réseau (constreseau)			Conséquences

			Pertinence des recommandations (pertireco)	Quoi
			<i>Faible importance (faible)</i>	<i>Propriété</i>
			Aspect momentum (momentum)	Pourquoi
			Biais (biais)	Pourquoi
			Psycho (psycho)	Pourquoi
			Maison d'appartenance (maison)	Pourquoi
			Organisation d'ensemble (orgaens)	Pourquoi
			Corrigé par la connaissance de l'analyste (correctconnaissana)	Comment
Partage des rôles et des responsabilités (partagerôleresp)				Conséquences
			Problème de statut de la recommandation (statutreco)	Pourquoi
			Distinction des recommandations (distincreco)	Conséquences
			Dilution des responsabilités (dilutionrespons)	Conséquences
			Contradiction avec évaluation (contradevalu)	Pourquoi
			Problème de positionnement relatif (positiorelatif)	Conséquences
			Analystes buy-side / gérants (BS/ger)	Quoi
			Analystes sell-side / gérants (SSger)	Quoi
Co-construction des jugements (co-constjug)				Conséquences
			Echanges interactifs d'informations (echangeinfo)	Comment
			Importance du réseau (impreseau)	Quoi
			Brasser l'information (brasserinfo)	Quoi
			Mise en balance permanente de l'information (misebalinfo)	Quoi
			Savoir ce que pensent les autres (penséeautres)	Quoi
			Echanges d'interprétations et de réflexions (echangesinterp)	Comment
			Echanges d'arguments (echangargu)	Quoi
			Travailler main dans la main (Wensemble)	Quoi

Annexe n°5 – Définition des codes sélectifs et axiaux

Dimension institutionnelle	Définitions
Codage sélectif	
Construction systèmes relationnels	Mise en place de relations structurées entre sociétés de courtage et sociétés de gestion, déclinant des principes de gestion benchmarkée et conduisant à des organisations isomorphiques.
Codage axial	
Dictature gestion benchmarkée	Prééminence de ce type de gestion, particulièrement dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix.
Similarité de la division du travail	La division du travail au sein des sociétés de courtage et des sociétés de gestion présente de fortes similarités.
Structuration des relations horizontales	Les relations entre les sociétés de courtage et les sociétés de gestion s'établissent selon certaines règles, définissant les acteurs en relation ainsi que le contenu de ces relations.
Similarité des relations verticales	Au sein des organisations de courtage et de gestion, la coordination des activités des analystes avec les autres acteurs s'opère selon des règles similaires.
Codage sélectif	
Construction systèmes symboliques	Mise en place d'une similarité de modes de raisonnement quant à la sélection des sociétés et à leur analyse, à la sélection des informations ainsi qu'à leur interprétation
Codage axial	
Catégorisation des sociétés	Les sociétés font l'objet d'un classement selon leur capitalisation, leur appartenance sectorielle, qui oriente la manière dont l'analyse est effectuée.
Catégorisation des informations	Les informations font l'objet d'une sélection et d'interprétations liées à l'appartenance sectorielle de la société mais également aux conditions d'intégration potentielle ainsi qu'aux modalités d'interprétation par les autres acteurs du marché.
Codage sélectif	
Consensus : Artefact cognitif	Le consensus des analystes crée une représentation du marché qui agit sur la manière dont les analystes forment leur jugement
Codage axial	
Outil d'information, d'interprétation, d'anticipation	Le consensus apporte des ressources à l'analyste, qui lui permettent de compléter ses informations, de comprendre la manière dont les autres analystes interprètent l'information et d'anticiper leurs comportements.
Référence obligatoire	Le fait, pour un analyste, de connaître le consensus et de savoir le lire est une demande systématiquement formulée par les vendeurs et les gérants.

Norme	Le positionnement de l'analyste vis-à-vis du consensus induit pour ce dernier des conséquences non négligeables.
Jeux d'acteurs	Le consensus présente de fortes contraintes, amplifiées par l'utilisation par les directions d'entreprises. Son utilisation suppose un décryptage. L'analyste peut également utiliser cet outil à ses propres fins.
Codage sélectif	
Couplages/découplages	Pour former son jugement, l'analyste s'inscrit dans les pratiques institutionnalisées de manière effective ou faciale. La conciliation de certaines pratiques éventuellement divergentes l'oblige à se créer des règles particulières.
Codage axial	
Réduction de la complexité	L'évaluation réalisée par l'analyste sur la situation très complexe d'une société doit déboucher sur une appréciation très synthétique
Analyse en dynamique des cours boursiers	L'analyste doit essayer de comprendre la manière dont les autres acteurs ont intégré et intégreront les informations.
Codage sélectif	
Dispositifs d'appréhension du marché	L'analyste doit pouvoir anticiper les réactions du marché
Codage axial	
Difficulté d'appréhension du marché	Difficulté à cerner la notion et à trouver les modalités d'accès idoines
Modes de gestion hétérogènes et instables	Forte diversité des modes de gestion de portefeuille dans le temps, dans l'espace et pour un même investisseur.
Codage sélectif	
Ajustement par encastrement relationnel	L'analyste ajuste son analyse, selon les variations à court terme du marché grâce à un certain degré de proximité de ses clients
Codage axial	
Construction sociale des relations analystes/clients	Des dispositifs sociaux sont mis en place pour évaluer la qualité de la recherche de l'analyste et mettre en relation l'analyste et ses clients.
Modalités d'interactions cognitives entre l'analyste et son client	Les relations entre l'analyste et son client participent, selon leur contenu et leur densité, à la formation de leur jugement réciproque.

Bibliographie

A

AARON C., BILON I., GALANTI S., TADJEDDINE Y. (2005), « Les styles des gérants d'OPCVM actions françaises en 2003 », *Revue d'économie financière* n°81, pp. 171-188.

ABOFOLIA M.Y. (1984), « Structured Anarchy: Formal Organization in the Commodities Futures Market », in ADLER A.A., ADLER P. (coord.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, Greenwich, CT JAI Press, pp. 129-152.

ABBOTT A. (1988), *The System of Professions. An Essay on the Division of Expert Labor*, University of Chicago Press.

ADLER P., ADLER P., (1984), « Introduction », ADLER P.A. ET ADLER P. (coord.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, Greenwich, CT JAI Press, pp. 1-18.

AFTALION F. (2003), *La Nouvelle finance et la gestion des portefeuilles*, Economica.

AGLIETTA M., REBERIOUX A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel.

AKTAS N. (2004), « La Finance comportementale, un état des lieux », *Reflets et Perspectives*, XLIII, 2004/2, pp. 19-33.

AKERLOF G.A. (1970), « The Market for "Lemons": Quality, Uncertainty and the Market Mechanism », *The Quarterly Journal of Economics*, août, pp. 488-500.

ALLARD-POESI F. (2003), « Coder les données », in GIORDANO Y. (coord.), *Conduire un projet de recherche*, EMS, pp. 245-288.

ARNOLD J., MOIZER P. (1984), « A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares », *Accounting and Business Research*, été, pp. 195-207.

ASHTON R.H., ASHTON A.H. (1995), « Introduction », ASHTON R.H., ASHTON A.H. (coord.), *Judgment and Decision Making Research in Accounting and Auditing*, Cambridge University Press, pp. 3-25.

AZOULAY O., ZELLER V. (2006), « SRI : Strategy of "Niche" or "Mainstream" », *Revue d'économie financière* n°85, septembre pp. 191-208.

B

- BALLEY P. (1992), « Banque et Bourse », *Revue Banque*, supplément, décembre, pp. 47-51.
- BAKER W. (1984), « Floor Trading and Crowd Dynamics », in ADLER P.A., ADLER P. (coord.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, Greenwich, CT JAI Press, pp. 107-128.
- BARDIN L. (1977), *L'Analyse de contenu*, PUF.
- BARKER R.G. (1998), « The Market for Information: Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers », *Accounting and Business Research*, vol. 29, n°1, winter issue, pp. 3-20.
- BARKER R.G. (1999a), « The Role of Dividends in Valuation Models Used by Analysts and Fund Manager », *The European Accounting Review*, 8:2, pp. 195-218.
- BARKER R. (1999b), « Survey and Market Evidence of Industry Dependence in Analysts' Preferences Between the Dividend Yield and Price Earning Ratio Valuation Models », *Journal of Business Finance and Accounting*, avril-mai, pp. 393-418.
- BATSCH L. (1999), *Finance et Stratégie*, Economica.
- BEAUVOIS J.-L. (1997), « Introduction : la théorie de la forme, le traitement de l'information et le cognitivisme », in LEYENS J.-P., BEAUVOIS J.-L. (coord.), *L'Ère de la cognition*, PUG, p. 7-22.
- BEAUVOIS J.-L., DESCHAMPS J.-C., SHADRON G. (2005), « Vers la cognition sociale », in DUBOIS N. (coord.), *Psychologie sociale de la cognition*, Dunod, pp. 2-88.
- BERGER P., LUCKMANN T. (2006), *La Construction sociale de la réalité*, Armand Colin, (1966) 1^{re} édition américaine, New York, Doubleday.
- BERSTEIN P.-L. (2000), *Des idées capitales*, PUF.
- BERTHOZ A. (2003) *La Décision*, Odile Jacob.
- BETTNET M.S., ROBINSON C., MC GOUN E. (1994) « The Case for Qualitative Research in Finance » *International Review of Financial Analyst*, vol. 3, n°1, pp. 1-18.
- BEUNZA D., GARUD R. (2005), « Securities Analysts as Frame-Makers », *Working Paper*, novembre.
- BIERIG R.F. (2000), « The Evolution of the Idea of "Value Investing": From Benjamin Graham to Warren Buffett », *Working Paper*.
- BIGGS S.F. (1984), « Financial Analysts Information Search in the Assessment of Corporate Earning Power », *Accounting Organization and Society*, vol. 9, n°3/4, pp. 313-323.
- BIKHCHANDANI S., SHARMA S. (2001), « Herd Behavior in Financial Markets », *International Monetary Fund*, vol. 47, n°3, pp. 279-310.

- BOLTANSKI L., THEVENOT L. (1991), *De la justification, les économies de la grandeur*, Gallimard.
- BONNER S. (1999), « Judgment and Decision-Making Research in Accounting », *American Accounting Association*, vol. 13, n°4, pp. 385-398.
- BOULIER J.-F., COIGNARD Y. (2003), « La gestion indicelle mise à l'index », *Analyse financière*, 3^e trimestre, pp. 31-34.
- BOURGHELLE D., BRANDOUY O., GILLET R., ORLÉAN A. (2005), « Introduction », *Croyances, représentations collectives et conventions en finance*, Economica, pp. 11-17.
- BOUWMAN M.J., FRISHKOFF P.A., FRISHKOFF P. (1987), « How do Financial Analysts Make Decision. A Process Model of The Investment Screening Decision », *Accounting Organization and Society*, vol. 12, n°1, pp. 1-29.
- BRADSHAW M. (2004), « How do Analysts Use Their Earnings Forecasts in Generating Stock Recommendations », *The Accounting Review*, pp. 25-50.
- BRAUER M. (1997), « L'exactitude de la perception », LEYENS J.-P., BEAUVOIS J.-L. (coord.), *L'Ère de la cognition*, PUG, pp. 145-157.
- BRITO (de) C. (2006), « ISR : Comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion », *Revue d'économie financière*, n°85, septembre, pp. 151-170.
- BRETON G., TAFFLER R. (1995), « Creative accounting and investment analyst response », *Accounting and Business Research*, 25, pp. 81-92.
- BRIERE M. (2002), *L'Influence des représentations collectives sur les marchés de taux, le rôle des banques centrales et des experts*, Thèse de doctorat, université Paris-X.
- BRUEGGER U., KNORR-CETINA K. (2002), « Global Microstructures: The Virtual Societies of Financial Markets », *American Journal of Sociology*, vol. 107, n°4, pp. 905-950.

C

- CALLON M. (2006), « What does it Means to Say that Economics is Performative? », *Papier de recherche du CSI*, n°5, pp. 1-58.
- CALLON M., MUNIESA F. (2003), « Les Marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul », *Réseaux* n°122, pp. 190-217.
- CHARMAZ K. (2000), « Grounded Theory, Objectivist and Constructivist Method », in DEZIN N.K., LINCOLN Y.S. (coord.), *Handbook of Qualitative Research*, Thousand Oaks, Sage, 2^e édition, pp. 509-535.
- CHATEL E., RIVAUD-DANSET D. (2006), « L'Économie des conventions : une lecture critique à partir de la philosophie pragmatiste de John Dewey », *Working Paper*.

CONNOLLY T., ARKES H., HAMMON K. (2003), « General Introduction », in CONNOLLY T., ARKES H., HAMMON K. (coord.), *Judgment and Decision Making, An Interdisciplinary Reader*, Cambridge University Press, 2^e édition, pp. 1-12.

CUSIN F., BENAMOUZIG D. (2004), *Économie et Sociologie*, PUF.

D

D'ARCIMOLLES C.-H. (1997), « Information sociale, bilan social et évaluation financière de l'entreprise : pratiques et attentes des professionnels », *Vingtième anniversaire du bilan social*, LIRHE, Toulouse, p. 193-203.

DAROLLES S., LE FOL G. (2004) « Nouvelles Techniques de gestion et leur impact sur la volatilité », *Revue d'économie financière* n°74, p. 231-243.

DAS S., LEVINE C.B., SIVARAMAKRISHNAN K. (1998), « Earnings Predictability and Bias in Analysts' Earnings Forecasts », *The Accounting Review*, vol. 73, n°21, p. 277-294.

DAVANNE O. (2004), « Volatilité des marchés financiers et allocations d'actifs », *Revue d'économie financière* n°74, p. 176-201.

DAVANNE O., PUJOL T. (2005), « Allocation d'actifs, variation des primes de risque et benchmarks », *Revue d'économie financière* n°79, pp. 95-111.

DAY J.F.S. (1986), « The Use of Annual Reports by UK Investment Analyst », *Accounting and Business Research*, automne, pp. 295-307.

DE BONDT W.F.M., THALER R.H. (1990), « Do Security Analyst Overreact », *American Economic Review*, 80, mai, pp. 52-57.

DEMERS C. (2003), « L'entretien », in GIORDANO Y. (coord.), *Conduire un projet de recherche*, EMS, pp. 173-209.

DENZIN N.K. (1994), « The Art and Politics of Interpretation », in DENZIN N.K., LINCOLN Y.S. (coord.), *Handbook of Qualitative Research*, Thousand Oaks, Sage, pp. 500-515.

DENEZ P.-Y., POULLE J.-B. (2006), « Hedge funds, réglementation française versus régulation américaine », *Analyse Financière* n°21, oct.-nov.-déc., pp. 44-46.

DESROSIERES A. (2005), *Évaluation et commensuration : sur quelques controverses récurrentes*, Groupe de travail en éthique et philosophie des sciences, Collège de France, 7 avril.

DI MAGGIO P.J. (1991), « Constructing an Organizational Field as a Professional Project: US Art Museums, 1920-1940 », in DI MAGGIO P.J., POWELL W.W. (coord.) *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, University of Chicago Press, pp. 267-292.

DI MAGGIO P.J., POWELL W.W. (1983), « The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields », *American sociological Review*, 48, pp. 147-160.

- DIMAGGIO P.J., POWELL W.W. (1991a), « Introduction », in DIMAGGIO P.J., POWELL W.W. (coord.) *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, University of Chicago Press, pp. 1-40.
- DIMAGGIO P.J., ZUKIN S. (1990), « Introduction », in DIMAGGIO P.J., ZUKIN S. (coord.), *Structures of Capital*, Cambridge University Press, pp. 1-36.
- DOHERTY D. (2003), « Optimists, Pessimists and Realists », in SCHNEIDER S.L., SHANTEAU J. (coord.), *Emerging Perspectives on Judgment and Decision Research*, Cambridge University Press, pp. 643-679.
- DORON R., MATHIEU J. (2004), « Psychologie cognitive », in DORON R., PAROT F. (coord.), *Dictionnaire de psychologie*, PUF.
- DORON R., RICHELLE M. (2004), « Psychologie cognitive », in DORON R., PAROT F. (coord.), *Dictionnaire de psychologie*, PUF.
- DOUGLAS M. (2004), *Comment pensent les institutions ?*, La Découverte.
- DREMAN D.N., BERRY M. (mai-juin 1995), « Analyst Forecasting Errors and Their Implication for Security Analyses », *Financial Analyst Journal*, pp. 30-41.
- DROZDA-SENKOWSKA E. (2005), *Psychologie sociale expérimentale*, Armand Colin.
- DUBOIS P., DUMONTIER M. (2007), « Do Conflicts of Interest Affect Analysts' Forecasts and Recommendations. A survey », in THEVENOZ L., BAHAR R. (coord.), *Conflicts of Interest, Corporate Governance and Financial Markets*, Schulthess Medias Juridiques.
- DUGAR A., NATHAN S. (1995), « The Effects of Investment Banking Relationships on Financial Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations », *Contemporary Accounting Research*, vol. 12, n°1, pp. 131-160.

E

- EGLEM J.-L., SAGHROUN J. (2006), « Les Analystes financiers et la performance globale de l'entreprise », *Working Paper*.
- ESPELAND N., STEVENS L. (1998), « Commensuration as a Social Process », *Annual Reviews of Sociology*, 24, pp. 313-343.
- EYMARD-DUVERNAY F., FAVEREAU O., ORLÉAN A., SALAIS R., THEVENOT L. (2006), « Valeurs, Coordination et Rationalité : trois thèmes mis en relation par l'économie des conventions », in EYMARD-DUVERNAY F. (dir.), *L'Économie des conventions, méthodes et résultats*, La Découverte, pp. 23-44.
- EMBAYER M., MISCHÉ A. (1998), « What is Agency », *American Journal of Sociology*, 103, pp. 962-1023.

F

FABRE-AZEMA F. (2003), « Étude des méthodes d'évaluation employées par les analystes financiers lors des introductions sur le second marché de la Bourse de Paris », *Working Paper*, CEREG, Université Paris-IX.

FAMA E.F. (1965a), « The Behavior of Stock Market Prices », *Journal of Business*, 38, pp. 34-105.

FAMA E.F. (1965b), « Random Walks in Stock Market Prices », *Financial Analyst Journal*, sept.-oct., pp. 55-59.

FAMA E.F. (1970), « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance*, mai, 70, vol. 25, Issue 2, pp. 383-417.

FAMA E.F. (décembre 1991), « Efficient Capital Markets II », *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n°5, pp. 1575-1617.

FAVEREAU O. (1998), « Notes sur la théorie de l'information à laquelle pourrait conduire l'économie des conventions », in PETIT P. (coord.), *L'Économie de l'information, les enseignements de la théorie économique*, La Découverte, p.197-249.

FLEURIET M., SIMON Y. (2000), *La Bourse et les marchés financiers*, Economica.

FLIGSTEIN N. (1991), « The Structural Transformation of American Industry: an Institutional Account of the Causes of Diversification in the Largest Firms, 1919-1979 », in DIMAGGIO P.J., POWELL W.W. (coord.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, University of Chicago Press, pp. 311-336.

FLIGSTEIN N. (2001), « Social Skill and the Theory of Fields », *Sociological Theory*, 19, pp. 105-125.

FOGARTY T.J., ROGERS R.K. (2005), « Financial Analysts' Reports: an Extended Institutional Theory Evaluation », *Accounting Organizations and Society*, pp. 331-356.

FONTOWITZ L. (1998), *La Pertinence des prévisions des analystes financiers, une approche dans un cadre multi-relationnel*, Thèse de doctorat, université de Lille-II.

FRANCIS J., PHILBRICK D. (1993), « Analysts' Decisions as Products of Multi-task Environment », *Journal of Accounting Research*, vol. 30, automne, pp. 216-230.

G

- GALANTI S. (2004), « Distinguer sans s'isoler : le rôle du consensus des analystes sur le marché d'actions », *Working Paper*.
- GALANTI S. (2006), *Les analystes financiers comme intermédiaires de l'information*, Thèse de Doctorat, université Paris-X.
- GALER R. (2002), « Prudent Person Rule » Standards for the Investment of Pension Funds Assets », *Financial Market Trend*, n°83, OECD.
- GALLAIS-HAMONNO G. (2003), « Harry Markowitz ou la fondation de la finance moderne », in ALBOUY M. (coord.), *Les Grands Auteurs en finance*, EMS, pp. 9-30.
- GARCIA M. (2001), « La Production d'informations par les analystes financiers », *Faire de la recherche en comptabilité financière*, Vuibert, p. 251- 257.
- GARRONE F. (1978), « L'analyste financier face aux nouvelles techniques de gestion développées aux États-Unis », *Analyse financière*, 4^e trimestre, pp. 93-102.
- GIBBINS M., SWIERINGA R. (1995), « Twenty Years of Judgment Research in Accounting and Auditing, in ASHTON R.A., HUBBARD ASHTON A. (coord.), *Judgment and Decision Making in Accounting and Auditing*, Cambridge University Press, pp. 231-249.
- GIBBINS M., RICHARDSON A., WATERHOUSE J. (1990), « The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, ritualism, policies, and processes », *Journal of Accounting Research*, 28, pp. 121-143.
- GILSON S.C. (2000), « Analyst and Information Gaps: Lessons form UAL Buyout », *Financial Analysts' Journal*, vol. 56:6, nov.-déc., pp. 82-110.
- GIORDANO Y. (2003), « Les Spécificités des recherches qualitatives », *Conduire un projet de recherche en management*, EMS, pp.12-39.
- GIROD-SEVILLE M., PERRET V. (1999), « Fondements épistémologiques de la recherche », in THIERTAT R.A. (coord.), *Méthodes de recherche en management*, Dunod, pp. 13-33.
- GLASER B.G. (2004), « Naturalist Inquiry and Grounded Theory », *Qualitative Research*, vol. 5, n°1, art. 7, janvier.
- GLASER B., STRAUSS A. (1967), *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*, Aldine de Gruyter.
- GLATRON M. (1998), « Keynes, Ramsey et les probabilités », in *Institutions et Conventions, Raisons pratiques* n°9, Éditions EHESS, pp. 51-72.
- GNIWOSZ G. (1990), « The Share Investment Decision Process and Information Use: an Exploratory Case Study », *Accounting and Business Research*, vol. 20, n°79, pp. 223-230.
- GODECHOT O. (2001), *Les Traders, essai de sociologie des marchés financiers*, La Découverte.

GOLSTEIN W., HOGARTH R. (1997), « Historical Context », in GOLSTEIN W., HOGARTH R. (coord.), *Judgment and Decision Making, Currents, Connections and Controversies*, Cambridge University Press, pp. 3-68.

GOND J.-P. (2006), « Construire la relation (positive) entre performance sociétale et financière sur le marché de l'ISR : de la performance à l'autoréalisation », *Revue d'économie financière* n°85, septembre, pp. 63-80.

GOVINDARAJAN V. (1980), « The Objectives of Financial Statement: an Empirical Study of the Use of Cash-flows and Earnings by Security Analyst », *Accounting, Organization and Society*, vol. 5, n°4, pp. 393-392.

GRAHAM J.R. (1999), « Herding among Investment Newsletters: Theory and Evidence », *Journal of Finance*, vol. LIV, n°1, pp. 237-268.

GRANDIN P. (1995), *Production d'informations privées et gestion de portefeuille*, PUF.

GRANDIN P. (2005), « Point sur la finance comportementale », *Banque et Marchés* n°76, mai-juin, pp. 81-86.

GRANOVETTER M. (1973), « La Force des liens faibles », *Le Marché autrement. Essais de Mark Granovetter*, Desclée de Brouwer, 2000/1973, p. 45-74 ; *American Journal of Sociology*, vol. 78, n°6, pp. 1360-1380.

GRANOVETTER M. (2000/1985), « Action économique et structure sociale : le problème de l'encastrement », *Le Marché autrement. Essais de Mark Granovetter*, Desclée de Brouwer, p. 75-114 ; « Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness », *American Journal of Sociology*, vol. 91, pp. 481-510.

GRANOVETTER M. (2000/1990), « L'ancienne et la nouvelle sociologie économique : histoire et programme », *Le Marché autrement. Essais de Mark Granovetter*, Desclée de Brouwer, p. 193-222 (1990) ; in FRIEDLAND R., ROBERTSON A.F. (eds.), *Beyond the Market Place, Rethinking Economy and Society*, Adline de Gryter.

GRANOVETTER M. (2000), « Introduction pour le lecteur français », *Le Marché autrement : Essais de Mark Granovetter*, Desclée de Brouwer, p. 33-44.

GREENWOOD R., SUDBADY R., HININGS C.R. (2000), « 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., STIGLITZ J.E. (1980), « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *American Economic Review*, vol. 70, n°3, pp. 393-408.

GUBA E.G., LINCOLN Y.S. (2000), « Paradigmatic Controversies, Contradictions, and Emerging Confluences », in DEZIN N.K., LINCOLN Y.S. (coord.), *Handbook of Qualitative Research*, Thousand oaks, Sage, 2^e édition, pp. 163-187.

GUBRIUM J., HOLSTEIN J. (2000), « Analyzing Interpretive Practice », in DEZIN N.K., LINCOLN Y.S. (coord.), *Handbook of Qualitative Research*, Thousand Oaks, Sage, 2^e édition, pp. 487-508.

H

HAYWARD M. L.A., BOECKER W. (1998), « Power and Conflicts of Interest in Professional Firms: Evidence from Investment Banking », *Administrative Science Quarterly*, 43, pp. 1-22.

HELLMAN N. (2000), « *Investor Behaviour, An empirical Study of how Large Swedish Institutional Investors Make Equity Investment Decision* », Thèse de doctorat, Stockholm School of Economics.

HILTON D.J., SLUGOSKI B.R. (2001), « Conversational Processes in Reasoning and Explanation », in SCHWARZ N., TESSER A. (coord.), *Blackwell Handbook of Social Psychology* vol.1, *Intra-individual processes*, pp. 181-206.

HIRIGOYEN G. (2003), « William Sharpe et la gestion de portefeuille », in ALBOUY M. (coord.), *Les Grands Auteurs en finance*, EMS, pp. 31-60.

HOARAU C. (2001), « Normalisation et recherche comptables : enjeux, méthodes et perspectives critiques », DUMONTIER P., TELLER R. (coord.), *Faire de la recherche en comptabilité financière*, Vuibert, pp. 29-43.

HOARAU C., TELLER R. (2001), *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert.

HOGARTH R. (1987), *Judgment and choice*, University of Chicago, 2^e édition.

HOLLAND J. (1998), « Influence and Intervention by Financial Institutions in their Investee Companies », *Corporate Governance*, vol. 6, n°4, octobre, pp. 249-264.

HOLLAND J. (2001), « Qualitative Research in Finance and Accounting: Developing a Grounded Theory of the Market for Information and Governance », *Working Paper*, Department of Accounting and Finance, University of Glasgow.

HONG H., KUBIK J.D., SOLOMON A. (2000), « Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts », *Journal of Economics*, vol. 31, n°1, printemps, pp. 121-144.

HUAULT I. (2004), « Une analyste des réseaux sociaux est-elle utile pour le management? Puissance et limites d'une théorie de l'encastrement structural », in HUAULT I. (coord.), *Institutions et gestion*, Vuibert, pp. 49-70.

HUBLER J., SCHMIDT G. (1999), « Les actionnaires, la valeur et le travail : une comparaison France-États-Unis », *Revue française de gestion*, nov.-déc., pp. 153-166.

I

IRVINE P.J. (2004), « Analysts' Forecasts and Brokerage-Firm Trading », *The Accounting Review*, vol. 79, n°1, p. 125-149.

ISAMBERT F.-A. (1989), « Alfred Schütz entre Weber et Husserl », *Revue française sociologique*, XXX, p. 299-319.

J

JEPPELSON R.L. (1991), « Institutions, Institutional Effects, and Institutionalism », in DIMAGGIO J.P., POWELL W.W. (coord.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, University of Chicago Press, pp. 143-163.

JENSEN M., MECKLING W. (1976, « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of financial economics*, vol. 3, octobre, p. 305-360.

JONDEAU E. (2004), « Gestion institutionnelle et volatilité des marchés financiers », *Revue d'Economie Financière*, n°79, pp. 157-175.

K

KAHNEMAN D., TVERSKY A. (2003/1974), « Judgment under Uncertainty : Heuristics and Biases », in CONNOLLY T., ARKES H., HAMMOND K. (coord.), « *Judgment and Decision Making, An Interdisciplinary Reader*, Cambridge University Press, 2nd edition, (1973), p. 35-52 ; *Science*, 185, pp. 1124-1131.

KAHNEMAN D., TVERSKY A. (1979), « Prospect Theory : an Analysis of Decision under Risk », *Econometrica*, 47, pp. 263-291.

KAHNEMAN D., SLOVIC P., TVERSKY A. (1982), « Preface », in KAHNEMAN D., SLOVIC P., TVERSKY A. (coord.), *Judgment under uncertainty*, Cambridge University Press, pp. XI-XIII.

KAHNEMAN D., TVERSKY A. (2003/1974), « Choices, Values and Frames », CONNOLLY T., ARKES H., HAMMOND K. (coord.), « *Judgment and Decision Making, An Interdisciplinary Reader*, Cambridge University Press, 2^e edition, p. 147-165 ; (1974), *American Psychologist*, pp. 341-350.

KARPIK L. (1989), « L'Économie de la qualité », *Revue française de sociologie*, XXX, pp. 187-210.

KARPIK L. (1996), « Dispositifs de confiance et engagements crédibles », *Sociologie du travail*, n°4, pp. 527-550.

KAUFMANN J.-C. (2003), *L'Entretien compréhensif*, Nathan Université.

KIRCHHOF-MASSERON M.G. (2007), « Le Métier d'analyste financier dans les banques, 1960-1980 », *Working Paper*.

KLEINER T. (1999), « Importing New Ways of Organising Production and Labour: Lessons from French Asset Management Industry », *Working Paper*.

KLEINER T. (2003), « La Consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris », *Actes de la recherche en sciences sociales*, mars, pp. 42-50.

KNORR-CETINA K. (2007), « Economic Sociology and the Sociology of Finance. Four Distinctions, Two Developments, One Field », *Economic Sociology the European Electronic Newsletter*, vol. 8, n°3, juillet, pp. 4-10.

L

LALLEMENT M. (1996), « Renaissance de la sociologie économique », *Sociologie du travail*, n°2/96, pp. 215-223.

LAURENS S. (2000), « L'Influence sociale, son rôle, sa place, in ROUSSIAU N. (coord.), *Psychologie sociale*, In Press.

LAVILLE J.-L., LEVESQUE B., THIS-SAINT-JEAN I. (2000), « La dimension sociale de l'économie selon Granovetter », *Le Marché autrement*, Desclée de Brouwer, pp. 9-32.

LAWRENCE T.B., SUDDABY R. (2005), « Institutions and Institutional Work », *Draft for the Handbook of Organization Studies*, 2^e édition.

LEONE A.J., WU J.S. (2002), « What does It Take to Become a Superstar Evidence from Institutional Investor Rankings of Financial Analysts », *Working Paper*, University of Rochester.

LEYENS J.-P. (1997), « La cognition sociale : définitions, enjeux, évolution », LEYENS J.-P., BEAUVOIS J.-L. (coord.), *L'Ère de la cognition*, PUG, pp. 49-54.

LEYENS J.-P., FISKE T. (1997), « Modèle de formation d'impressions », LEYENS J.-P., BEAUVOIS J.-L. (coord.), *L'Ère de la cognition*, PUG, pp. 69-90.

LHABITANT F.-S. (2005), « Gestion alternative : les vertus de la dissidence », *Revue d'économie financière*, n°79, pp. 137-150.

LOCKE K. (2001), *Grounded Theory in Management Research*, Sage, London.

LORDON F. (2000), « La force des idées simples », *Politix*, vol. 13, n°52, pp. 183-209.

LUCAS-LECLIN V. (2006), « Qu'apporte l'analyse ISR à l'analyse financière », *Revue d'économie financière* n°85, septembre, pp. 209-232.

M

MAINES L. (1995), « Judgment and Decision Making Research in Financial Accounting : a Review and Analysis », ASHTON R.H. and ASHTON A.H. (coord.), *Judgment and Decision Making in Accounting and Auditing*, Cambridge University Press, pp. 76-101.

- MARTINET A.C. (2002), « L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique », *Revue française de gestion*, n°141, nov.-déc., pp. 57-75.
- MEYER J.W., ROWAN B. (1977), « Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony », *American Journal of Sociology*, vol. 83, pp. 340-363.
- MEYER J.W., SCOTT R.S. (1991/1983), « The Organization of Societal Sectors: Propositions and Early Evidence », *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, University of Chicago Press, pp. 108-142.
- MICHAELY R., WOMACK K.L. (1999), « Conflict of Interest and Creditability of Underwriter Analyst Recommendations », *The Review of Financial Studies*, special, vol. 12, n°4, pp. 653-686.
- MIJOT E. (2003), « La gestion indicielle tiltée », *Analyse financière*, 3^e trimestre, pp. 35-36.
- MILES M.B., HUBERMAN M.A. (2003), *Analyse de données qualitatives*, De Boeck.
- MODIGLIANI M.H., MILLER F. (1961), « Dividend Policy, Growth and the valuation of shares », *The Journal of Business*, vol. 34, n°34, octobre, pp. 411-433.
- MONTAGNE S. (1999), « Formation du cours de Bourse : les acteurs, leurs logiques, leurs interactions », *La Revue de l'Ires*, n°29, hiver, pp. 29-52.
- MONTAGNE S. (2000), « Retraite complémentaire et marchés financiers aux États-Unis », *L'Année de la régulation*, La Découverte, n°4, pp. 13-45.
- MONTAGNE S. (2006), *Les Fonds de pension, entre protection sociale et spéculation financière*, Odile Jacob.
- MONTAGNE S., SAUVIAT C. (2000), « L'impact des marchés financiers sur la gestion des ressources humaines : une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises », *Institut de recherches économiques et sociales*, n°42, mars.
- MOTTIS N., PONSSARD J.-P. (2002), « L'impact des fonds d'investissement étrangers sur le pilotage de l'entreprise », in PLIHON D. et PONSSARD J.-P. (coord.), *La Montée en puissance des fonds d'investissement*, La Documentation française, pp. 125-146.
- MOTTIS N., ZARLOWSKI P. (2003), « Relations investisseurs et contrôle des marchés financiers », *Revue française de gestion*, n°147, pp. 161-172.
- MOYES G.D., PARK K., WILLIAMS P.A. (2001), « Factors Affecting Earnings Forecast Revisions for the Buy-Side and Sell-Side Analyst », *Accounting Horizons*, septembre, pp. 112-121.
- MOUREAU N., RIVAUD-DANSET D. (2004), *L'Incertitude dans les théories économiques*, La Découverte.
- MUCCHIELLI L., PAILLE P. (2003), *L'Analyse qualitative en sciences humaines et sociales*, Armand Colin.

N

NORMAN D.A. (1993), « Les Artefacts cognitifs », *Les Objets dans l'action, Raisons Pratiques*, vol. 4, pp. 15-34.

NOSCHIS K., CAPRONA (de) D. (1987), « Postface », *Le Chercheur et le quotidien. Phénoménologie des sciences sociales*, Paris, Méridien Klincksieck, pp. 237-271.

O

O'BARR W., CONLEY J.M. (1992), « Managing Relationship : the Culture of Institutional Investing », *Financial Analysts Journal*, sept.-oct., pp. 21-27.

OGIEN A., QUÉRÉ L. (2005), *Le Vocabulaire de la sociologie de l'action*, Ellipses.

OLSEN R. (1996), « Implication of Herding Behavior of Earnings Estimation, Risk, Assessment and Stock Returns », *Financial Analysts Journal*, juillet-août, pp. 37-41.

ORLÉAN A. (1994), « Analyse des phénomènes d'influence : de la psychologie sociale et cognitive à l'économie financière », *Revue économique*, vol. 45, n°3, pp. 657-672.

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

ORLÉAN A. (2002a), « Le Tournant cognitif en économie : croyances sociales et conventions », *Revue d'économie politique*, vol. 112, n°5, pp. 717-738.

ORLÉAN A. (2002b), « Pour une nouvelle approche des interactions financières : l'économie des conventions face à la sociologie économique », HUAULT I. (coord.), *La Construction sociale de l'entreprise*, pp. 207-230.

ORLÉAN A. (2005), « Réflexions sur l'hypothèse d'objectivité de la valeur fondamentale », BOURGHELLE D., BRANDOUY O., GILLET R., ORLÉAN A. (coord.), *Croyances, représentations collectives et finance*, Economica, pp. 21-39.

ORLIKOWSKI W. (1992), « The Duality of Technology: Rethinking the Concept of Technology in Organizations », *Organization Science*, 3, pp. 398-427.

ORLIKOWSKI W. (1993), « Case Tools as Organizational Change : Investigating Incremental and Radical Changes in Systems Development », *Management Information Systems Quarterly*, vol. 17, n°3, septembre.

ORRU M., WOOLSEY BIGGART N., HAMILTON G.G. (1991), « Organizational Isomorphism in East Asia », DIMAGGIO P.J., POWELL W.W. (coord.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, University of Chicago Press, pp. 361-389.

ORTIZ H. (2005), « Évaluer, apprécier : les relations entre brokers et gérants de fonds d'investissement », *Economie rurale*, n°286-287, mars-juin, pp. 56-70.

ORTIZ H. (2006), « Transmission, exploitation, invention : Une approche anthropologique des pratiques de la valeur financière », *Working Paper*.

P

PARKER L.D., ROFFEY B. (1997), « Back to the Drawing Board: Revisiting Grounded Theory and the Everyday Accountant's and Manager's Reality », *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 10, n°2, pp. 212-247.

PINATTON J.-P. (2006), « L'Évolution du marché : des agents de change à Euronext », *Revue d'économie financière*, n°82, pp. 17-26.

POLANYI K. (1983/1944), *La Grande Transformation, aux origines politiques et économiques de notre temps*, Gallimard.

POLLIN J.-P. (2004), « Finance comportementale et volatilité », *Revue d'économie financière*, n°74, pp. 139-156.

POWELL W.W. (1991), « Expanding the Scope of Institutional Analysis », in DIMAGGIO P.J., POWELL W.W. (coord.) *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, University of Chicago Press, pp. 183-203.

POWELL W.W. (2007), « The New Institutionalism », à paraître dans *The International Encyclopedia of Organization Studies*, Sage Publishers.

R

RAINELLI-LE MONTAGNER H. (2003), *Nature et fonction de la théorie financière*, PUF.

RICHARD C. (2000), *Contribution à l'analyse de la qualité du processus d'audit : le rôle de la relation entre la direction financière et le commissaire aux comptes*, Thèse de doctorat, Paris-IX.

RIVAUD-DANSET D. (1998), « Le Traitement de l'incertitude en situation », *Institutions et Conventions, Raisons pratiques* n°9, Éditions EHESS, pp. 23-49.

ROSS S.A. (1977), « The Determination of Capital Structure: The Incentive Signalling Approach », *The Bell Journal of Economics*, vol. 8, n°1, pp. 23-40.

RAO H., GREVE H.R., DAVIS G.F. (2001), « Fool's Gold: Social Proof in the Initiation and Abandonment of Coverage by Wall Street Analysts », *Administrative Science Quarterly*, 46, pp. 502-526.

RUTTERFORD J.M. (2004), « From Dividend Yield to Discounted Cash Flows: a History of UK and US Equity Valuation Techniques », *Accounting Business and Financial History*, vol. 14, n°2, pp. 115-149.

S

- SAGHROUN J. (2003), « Le résultat comptable : conception par les normalisateurs et perception par les analystes financiers », *Comptabilité Contrôle Audit*, Tome 9, vol. 2, pp. 84-108.
- SAUVIAT C. (2003), « Deux professions dans la tourmente : l'audit et l'analyse financière », *Actes de la recherche en sciences sociales*, n°146-147, pp. 21-41.
- SAVOIE-ZAJC L. (2000), « L'Analyse de données qualitatives : pratiques traditionnelle et assistée par le logiciel Nud.ist », *Recherches qualitatives*, vol. 21, pp. 99-123.
- SCHIPPER K. (1991), « Commentary on Analysts' Forecasts », *Accounting Horizons*, décembre, p. 105-121.
- SCOTT R.W. (2001), *Institutions and Organizations*, Sage, 2^e édition.
- SCOTT R.W. (2004), « Institutional Theory: Contributing to a Theoretical Research Program » *Working paper*. SMITH K.G., HITT M.A. (coord.), *Great Minds in Management: the Process of Theory Development*, (2005), Oxford University Press, pp. 460-484.
- SCHÜTZ A. (1987), *Le Chercheur et le quotidien. Phénoménologie des sciences sociales*, Paris, Méridien Klincksieck.
- SCHWANDT T.A. (2000), « Three Epistemological Stances for Qualitative Inquiry », in DEZIN N.K., LINCOLN Y.S., *Handbook of Qualitative Research*, Thousand Oaks, Sage, 2^e édition, pp. 89-213.
- SHEFRIN H. (2001), « Introduction », *Behavioral Finance I*, Edward Elgar Pub.
- SHILLER R.J. (1995), « Conversation, Information, and Herd behavior », *American Economic Review*, vol. 85, n°2, pp. 181-185.
- SHILLER R.J. (2005), *Irrational Exuberance*, Currency, 2^e édition.
- SIMON H.A. (1978), « Rationality as Process and as Product of Thought », *American Economic Association*, mai, vol. 68, n°2, pp. 1-16.
- SIMON H.A. (1986), « Rationality in Psychology and Economics », *Journal of Business*, vol. 59, n°4, pp. S209-S224.
- SLOVIC P. (1972/2001), « Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making », *Behavioral Finance I*, Edward Elgar Pub, p. 3-23 ; (1972) *The Journal of Finance*, XXVII (4), septembre, p. 779-799.
- SOLOMON I., SHIELDS M. (1995), « Judgment and Decision Making-Research in Auditing », in ASHTON R.A., HUBBARD ASHTON A. (coord.), *Judgment and Decision Making in Accounting and Auditing*, Cambridge University Press, pp. 137-153.
- SRANON-BOITEAU C. (1998), *De l'utilisation de l'information comptable par les analystes financiers français*, Thèse de doctorat, université Paris-IX.

STEINER P. (2002), « Encastremets et sociologie économique », in HUAULT I. (coord.), *La Construction sociale de l'entreprise*, EMS, pp. 29-50.

STEINER P. (2005), *La Sociologie économique*, La Découverte, Repères, 2^e édition.

STEINER P. (2006), « Le Marché selon la sociologie économique », *Working Paper*, IRIS, université Paris-IX.

STICKEL S.E. (1992), « Reputation and Performance Among Security Analysts », *The Journal of Finance*, vol. XLVII, n°5, décembre, pp. 1811-1836.

STRAUSS A., CORBIN J. (1990), « Grounded Theory Research: Procedures, Canons, and Evaluative Criteria », *Qualitative Sociology*, vol. 13, n°1, pp. 3-21.

STRAUSS A., CORBIN J. (1994), « Grounded Theory Methodology. An Overview », in DEZIN N.K., LINCOLN Y.S. (coord.), *Handbook of Qualitative Research*, Thousand Oaks, Sage, pp. 273-285.

STRAUSS A., CORBIN J. (1998), *Basics of Qualitative Research*, 2nd edition, Sage.

SWEBERG R. (2006), « The Toolkit of Economic Sociology », *SOCIUS Working Paper*, n°4, pp. 1-19.

T

TADJEDDINE Y. (2000), *Modèles fondamentaliste, stratégique, conventionnaliste : une typologie de la décision spéculative*, Thèse de doctorat de l'École Polytechnique.

TOLBERT P.S., ZUCKER L. (1994), « Institutional Analyses of Organizations: Legitimate but not Institutionalized », *Working Paper in the Social Sciences*, Institute for Social Science Research, vol. 6, n°5 (<http://repositories.cdlib.org/issr/volume6/5>).

THALER R.H. (1999), « The End of Behavioral Finance », *Association for Investment Management and Research*, pp. 12-17.

TREBUCQ S. (2006), « Capital humain et comptabilité sociétale : le cas de l'information volontaire des entreprises françaises du SBF 120 » *Comptabilité, Contrôle, Audit*, tome 12, vol. n°1, mai, pp. 103-124.

W

WACHEUX F. (1996), *Méthodes qualitatives de recherche en gestion*, Economica.

WEINER C. (2005), « The Impact of Industry Classification Schemes on Financial Research », *Working Paper 2005-062*, SFB 649 Economic Risk, Berlin.

WELCH I. (2000), « Herding among Security Analysts », *Journal of financial Economics*, vol. 58, n°3, pp. 369-396.

WHITLEY R. (1986), « The Transformation of Business Finance into Financial Economics: The Roles of Academic Expansion and Changes in US Capital Markets », *Accounting Organizations and Society*, 11(2), pp. 171-192.

WILLIAMS P., MOYES G., PARK K. (1996), « Factors Affecting Earnings Forecast Revisions for the Buy-side and Sell-side Analyst », *Accounting Horizons*, vol. 10, n°3, septembre, pp. 112-121.

WOMACK K. (1996), « Do Brokerage Analysts' Recommendations have Investment Value », *The Journal of finance*, vol. 51, n°1, pp. 137-167.

WOMACK K., BONI L. (2002), « Wall Street's Credibility Problem: Misaligned Incentives and Dubious Fixes, *Working Paper*, The Wharton School, University of Pennsylvania, février.

Z

ZAJAC E.J., WESTPHAL J.D. (2004), « The Social Construction of Market Value: Institutionalization and Learning Perspectives on Stock Market Reactions », *American Sociological Review*, vol. 69, pp. 433-457.

ZUCKER L. (1991/1977), « Institutionalization and Cultural Persistence », in DIMAGGIO P.J., POWELL W.W. (coord.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, University of Chicago Press, pp. 83-107.

ZUCKERMAN E.W. (1999), « The Categorical Imperative: Securities Analyst and Illegitimacy Discount », *American Journal of Sociology*, vol. 104, n°5, mars, pp. 1398-1438.